

POCT 行业深度研究

顺应医疗发展潮流的蓝海市场

核心观点:

- **POCT: 顺应全球医疗发展方向的细分诊断行业**

POCT 是体外诊断器械 (IVD) 的一个细分行业, 凭借便捷、快速的优势, 实现在患者身边快速取得诊断结果。目前 POCT 产品已被广泛应用在医院、诊所及患者家中, 能够进行绝大多数常规临床指标的检测。全球 POCT 市场规模已超过 400 亿美元。在行业发展初期的 1980 至 1990 年代, 欧美 POCT 市场实现了近 30% 的年均复合增速。近几年, 考虑欧美发达国家占比六成以上的血糖仪由于渗透率较高而增速较慢的因素, 血气、心脏标志物、肿瘤标志物、传染性疾病的检测等细分市场整体增速超过 15%。

- **国际比较研究: 技术和政策推动 POCT 在欧美广泛应用**

POCT 产品由欧美国家率先研发成功并已得到广泛应用。医疗费用压力、医疗服务整合和新技术的不断投入应用等因素不断促进 POCT 行业快速发展。主要 POCT 市场龙头企业包括 Roche, Abbot 及 Alere 等。细分市场中, 血气/电解质检测和心脏标志物检测是其中亮点。

Alere 是全球领先的 POCT 诊断厂商, 其业务主要专注于心脏标志物、传染病及毒性物质诊断等。2007-2012 年的五年间, 公司收入和 EBITDA 保持了 30% 左右的增速, 2012 年收入和净利润分别达到 27 亿美金和 6 亿美金。我们看到, 公司的持续快速成长来自于行业的机会及产品的不断系列化。

- **中国的 POCT 市场: 尚未被满足需求的巨大蓝海市场, 国内企业的进口替代才刚刚开始**

中国人口众多、医疗资源差异较大, 是 POCT 潜在的巨大市场。据估计中国 POCT 市场年增速 30% 以上。但目前中国 POCT 市场尚处于发展初期, 预计整体市场尚处于欧美国家八九十年代水平, 医院等终端渗透率极低。产品基本被外资企业垄断, 国内企业涉足较多的是家用血糖仪市场, 也有上海奥普、广州万孚等少量 POCT 领先企业, 2010 年理邦仪器通过引进海外人才, 也逐步建立起 POCT 产品线。

- **投资策略: 看好 POCT 相关主题投资机会, 关注新品上市**

POCT 符合全球医疗发展趋势, 在欧美成熟市场亦是增速较快的细分领域。POCT 在中国是一个尚未被满足需求的巨大蓝海市场, 我们看好在 POCT 领域已经有产品或即将有新品上市的公司。首次覆盖理邦仪器及三诺生物, 给予“谨慎增持”的评级; 维持鱼跃医疗“买入”的评级。

- **风险提示**

POCT 在国内尚处于发展初期, 产品推广情况可能低于预期。POCT 新品上市需要进行国内和国际认证, 存在认证时间长于预期的风险。人民币大幅升值影响产品出口的风险。

行业评级	买入
前次评级	无
报告日期	2013-05-30

相对市场表现



分析师: 贺菊颖 S0260511050002

010-59136691

hjj@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 刘宇恒 010-59136695

liuyuheng@gf.com.cn

目录索引

一、 POCT: 顺应全球医疗发展方向的细分诊断行业.....	5
1. POCT 是快速取得诊断结果的便捷性体外诊断.....	5
2. POCT 已被广泛使用, 血气、心脏及肿瘤标志物等是主要增长点.....	6
3. 技术进步、医疗变革、费用压力和个性化医疗是 POCT 发展主要动力.....	7
二、 技术和政策推动 POCT 在欧美广泛应用.....	10
1. POCT 市场美国占比较大, 医院是 POCT 需求主体.....	10
2. 医改政策与合理监管推动 POCT 在美国快速发展.....	13
3. POCT 企业数量众多, 细分市场竞争激烈.....	15
4. I-SATA: 掌式 POCT 最成功的平台.....	17
5. ALERE: 心脏标志物市场领导者.....	19
三、 中国 POCT 尚起步, 蓝海市场待发掘.....	21
四、 投资策略: 看好 POCT 市场, 关注新品上市.....	22
五、 风险提示.....	22
六、 理邦仪器(300206.SZ): 即将跨入 POCT 的蓝海市场.....	23
七、 鱼跃医疗(002223.SZ): 血糖仪放量可期, 空气净化器值得期待.....	25
八、 三诺生物(300298.SZ): 血糖仪领域的佼佼者.....	27

图片索引

图 1: POCT 使用机构	5
图 2: POCT 市场快速发展	5
图 3: POCT 主要应用领域	6
图 4: 全球 POCT 现在主要应用领域规模和未来增长情况	6
图 5: 全球 POCT 中目前规模较小的四种细分市场预计增速 (百万美元)	7
图 6: POCT 主要细分产品生命周期	7
图 7: POCT 技术发展过程	8
图 8: 传统诊断中大量时间被浪费 (分钟)	8
图 9: 与传统诊断方式相比 POCT 步骤精简	8
图 10: POCT 主要推动因素	9
图 11: POCT 在医疗模式变革中的作用	9
图 12: 全球 POCT 市场结构	10
图 13: 欧洲 POCT 市场收入规模及增速	11
图 14: 美国 POCT 市场收入规模及增速 (亿美元)	11
图 15: 已形成以 POCT 为基础的多层次诊断平台	11
图 16: 美国主要 POCT 细分行业医院渗透率	12
图 17: 美国军队已大量使用 POCT 产品进行诊疗	12
图 18: 欧洲不同国家和地区 POCT 规模 (百万美元)	13
图 19: 欧洲细分市场 POCT 规模 (百万美元)	13
图 20: 美国医保费用面临巨大压力	13
图 21: 美国 ACO 数量增长状况	14
图 22: 主要 POCT 生产企业	15
图 23: 2010 年欧洲 POCT 企业竞争状况	16
图 24: 心脏疾病越早诊断与治疗受益越大	17
图 25: 心脏标志物子行业全球市场主要竞争格局	17
图 26: i-SATA 所能进行的检测内容	18
图 27: i-SATA 主要部分	18
图 28: i-SATA 使用主要步骤	19
图 29: Alere2007-2012 年收入变化趋势 (亿美元)	19
图 30: Alere2007-2012 年 EBITDA 变化趋势 (亿美元)	19
图 31: Alere 公司业务收入分类结构	20
图 32: Alere 公司业务收入地区来源	20
图 33: 2001-2011 年 Alere 新兴市场收入及增速	20
图 34: 理邦仪器 POCT 血气/电解质分析设备	22

表格索引

表 1: POCT 与传统临床检验科诊断比较	8
表 2: POCT 与传统诊断方式费用比较 (美元)	10
表 3: POCT 各细分方向在美国医院不同科室的需求程度比较	11
表 4: FDA 对医疗器械的监管体系	14
表 5: 欧美各国 POCT 监管比较	15
表 6: 全球主要 POCT 血气诊断行业公司及产品	16
表 7: POCT 血气分析仪国内已上市产品	22

一、 POCT: 顺应全球医疗发展方向的细分诊断行业

POCT是体外诊断器械（IVD）的一个细分行业，凭借便捷、快速的优势，实现在患者身边快速取得诊断结果。目前POCT产品已被广泛应用在医院、诊所及患者家中，能够进行绝大多数常规临床指标的检测。全球POCT市场规模已超过400亿美元，年均增速超过7%，快于药品增速。考虑欧美发达国家占比6成以上的血糖仪由于渗透率较高而增速较慢的因素，血气、心脏标志物、肿瘤标志物、传染性疾病的检测等细分市场整体增速超过15%。

1. POCT 是快速取得诊断结果的便捷性体外诊断

POCT英文全称为Point-of-Care Test，指在病人身边快速诊断，因此又被称为**即时检验**。POCT也常被称为床旁检测、医生诊所检测、实验室外检测、分散测试、现场替代检测、“卫星化”检测、患者自我检测等。其检测具有时间短，患者亲历等优点，因而能快速而恰当地进行诊疗、护理、病程观察，进而提高医疗质量和患者满意度。目前POCT已经广泛应用在ICU、手术、急诊、诊所及患者家中。

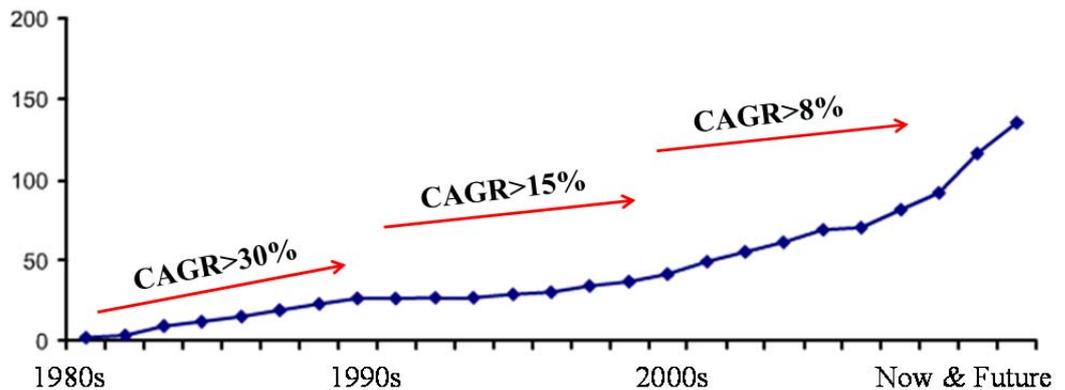
图1: POCT使用机构



数据来源: Roche, 广发证券发展研究中心

从本质上讲，POCT是体外诊断行业（IVD）中快速增长的一个细分行业。2011年全球IVD市场规模约440亿美元，其中POCT市场规模约150亿美元，预计2014年这一细分市场将达近190亿美元，年化复合增速超过8%。考虑到POCT市场中占比较大的血糖监测市场增速较低，其他多个POCT细分市场均保持10%以上较高增速。

图2: POCT市场快速发展

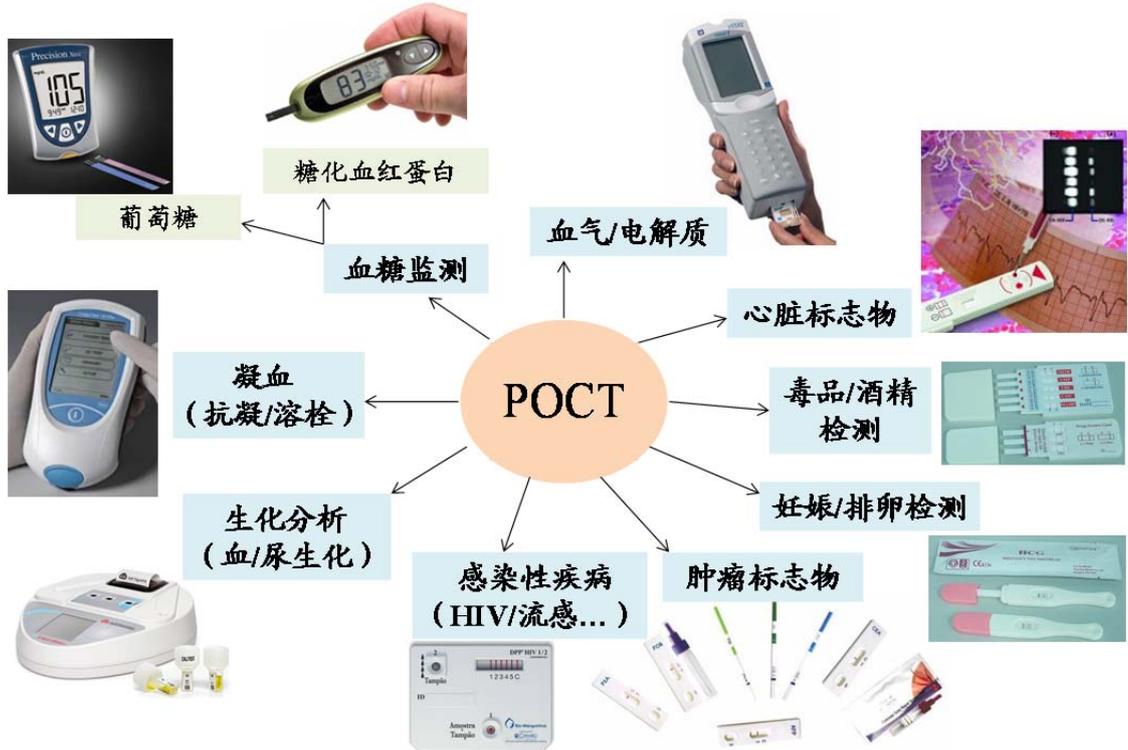


数据来源: BCC, 广发证券发展研究中心

2. POCT 已被广泛使用，血气、心脏及肿瘤标志物等是主要增长点

由于仪器便携、操作简便、结果及时准确等一系列优点，POCT已得到广泛应用。目前应用较多的领域包括血糖、血气及电解质、心脏标志物、毒品及酒精、妊娠及排卵、肿瘤标志物、感染性疾病、血及尿生化、凝血及溶栓等。

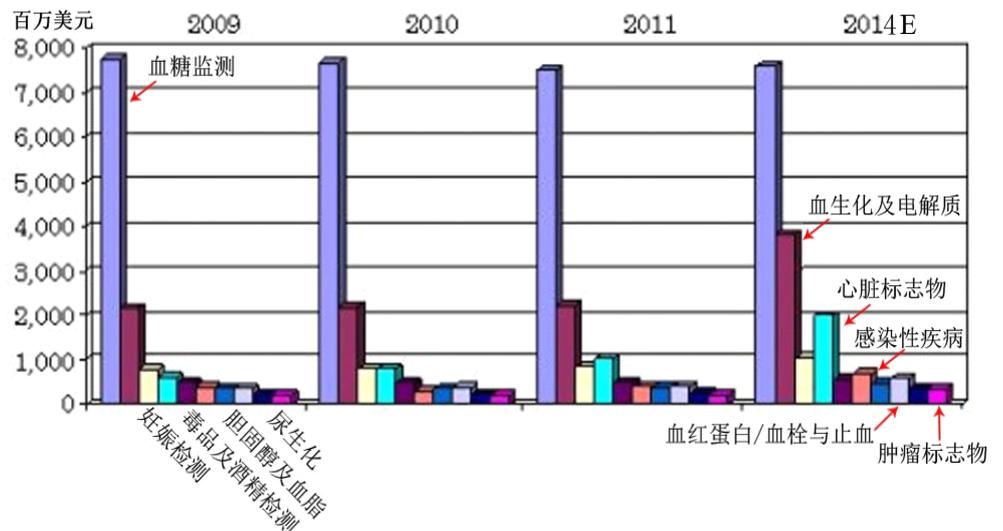
图3: POCT主要应用领域



数据来源：各公司资料，广发证券发展研究中心

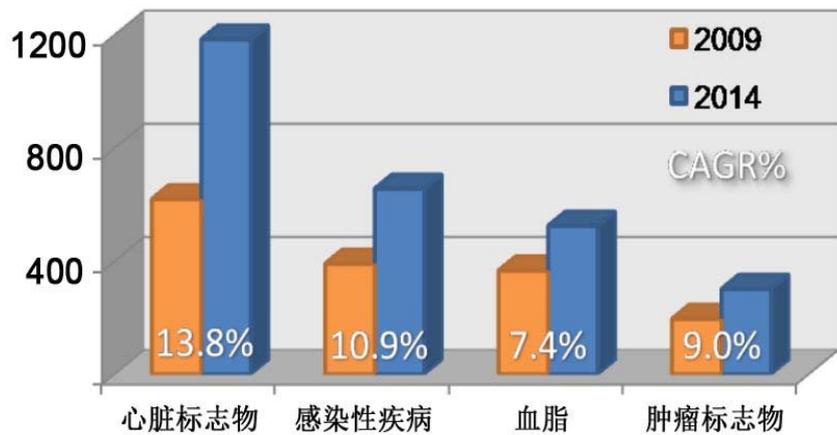
从POCT各细分行业的全球规模来看，血糖监测目前仍占据半数以上份额，不过随着其市场取向饱和，增速已经放缓。从目前发展态势来看，血气及电解质、心脏标志物、感染性疾病、肿瘤标志物、血脂等是主要增长点，其中血气及电解质由于使用极为广泛，在相当长一段时间仍将占据POCT细分市场仅次于血糖监测的次席。

图4: 全球POCT现在主要应用领域规模和未来增长情况



数据来源：BCC, 广发证券发展研究中心

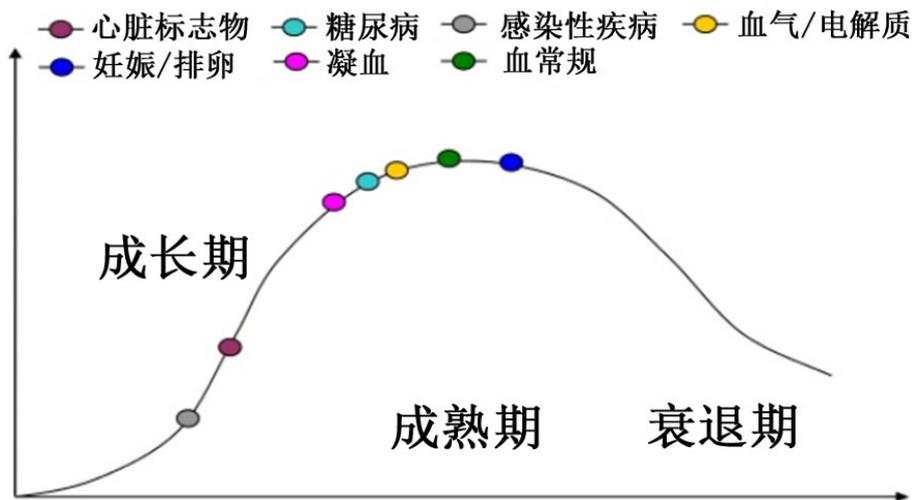
图5: 全球POCT中目前规模较小的四种细分市场预计增速 (百万美元)



数据来源: BCC, 广发证券发展研究中心

从全球主要细分市场的产品生命周期和技术周期来看, 常规血液学检测和妊娠/排卵检测相对成熟, 血气、糖尿病及凝血检测逐步进入成熟期, 心脏标志物、感染性疾病等检测仍处于高速成长期。

图6: POCT主要细分产品生命周期

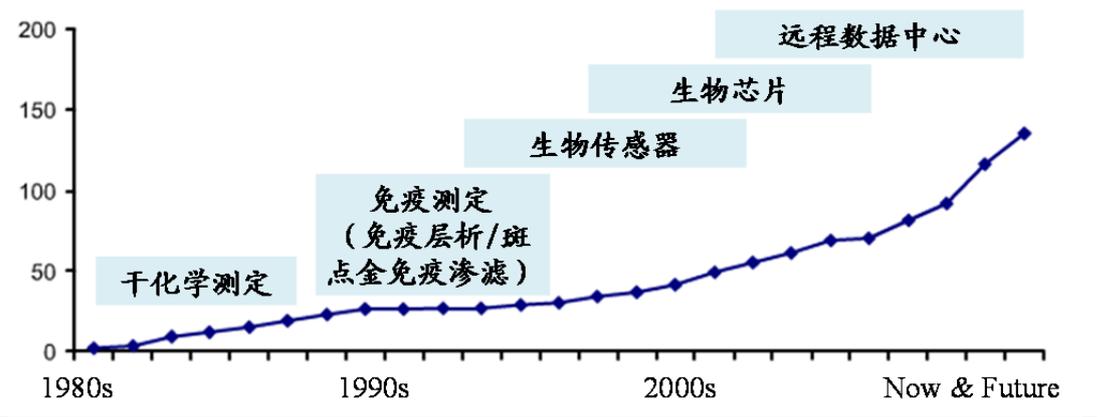


数据来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

3. 技术进步、医疗变革、费用压力和个性化医疗是POCT发展主要动力

POCT近几十年快速发展的技术变革推动了其高速增长。早期的POCT发展始于20世纪中期, 主要是以干化学试纸检测血糖及尿糖。此后免疫层析和斑点金免疫渗滤等免疫测定技术推动了感染性疾病、心脏标志物等POCT技术发展。基于微流控技术的生物传感器的出现对POCT是一个重大转折, 从此POCT小型化、智能化发展进入快车道。目前基于基因芯片、蛋白质芯片和芯片实验室 (Lab-on-a-chip) 等生物芯片技术的快速发展, POCT已经逐步能够实现高通量、多靶向检测。并且在通信技术逐步成熟的基础上, POCT正在向远程数据中心等方向发展。未来的POCT产品能够在便捷快速进行检测分析的同时, 整合远程数据终端和医疗资源进行最佳治疗, 从而实现构建真正的大健康体系。

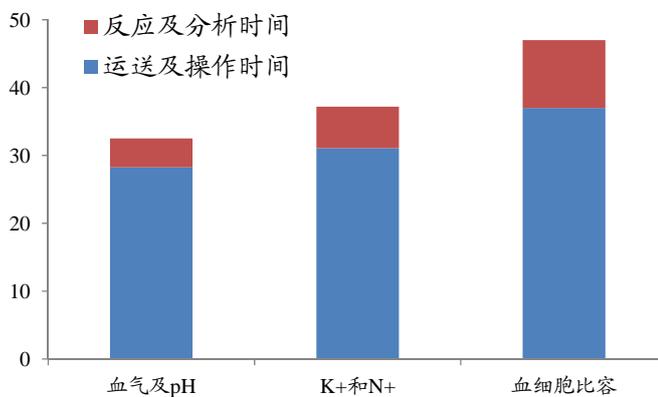
图7: POCT技术发展过程



数据来源: 广发证券发展研究中心

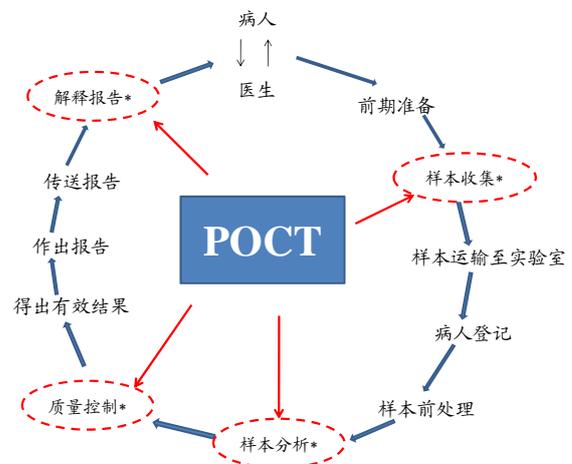
传统诊断中, 大量时间被浪费在样本运送、前处理、组织、标记、录入、分发等方面, 核心反应及分析时间占比极低。与之相比, **POCT进行了步骤精简**, 依靠其便携及反应快速等优势, POCT仅保留了诊断最核心的“采样-分析-质控-输出”步骤, 从而极大地降低了诊断时间, 为患者在最佳时间窗口就诊获得了最大便利。以心衰或者心梗诊断为例, POCT检测可在15分钟内得到BNP、Myo、cTn-I等多项心脏标志物的结果, 而传统检验科检测需要1至2个小时。发病早期关键临床指标的确诊对成功治疗是极为关键的, 而POCT的优势能得以最大发挥。

图8: 传统诊断中大量时间被浪费 (分钟)



数据来源: AACC, 广发证券发展研究中心

图9: 与传统诊断方式相比POCT步骤精简



数据来源: 广发证券发展研究中心

同时POCT在样本用量、样本种类、试剂便利性、操作者要求等方面上都具有巨大优势。以Abbott公司经典产品i-STAT为例, 仅需65-95微升全血即可在2分钟内完成血气、电解质、心脏标志物、血生化等重要指标的检测, **极低的样本用量使得POCT在儿科等领域具有巨大优势**。虽然在单个耗材价格及结果质量上仍然有一定不足之处, 但这些问题也将在POCT技术不断发展中逐步得到解决。

表 1: POCT 与传统临床检验科诊断比较

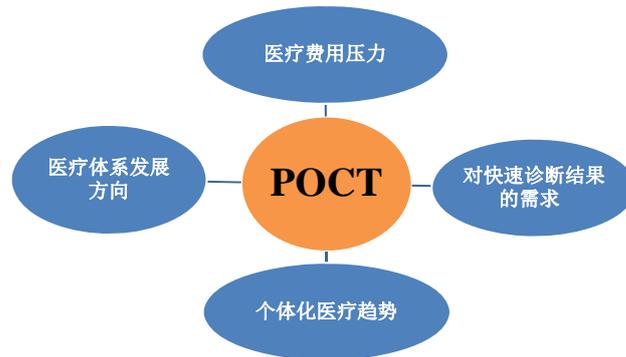
	临床检验科诊断	POCT
周转时间 (TAT)	慢	快
标本鉴定	复杂	简单
标本处理	通常需要	不需要

血标本	血清、血浆	多为全血
校正	频繁	不频繁
试剂	需要配制	随时可用
消耗品	相对少	相对多
检测仪	复杂	简单
对操作者的要求	专业人员	普通人亦可以
灵敏度	相对高	相对低
每个试验花费	低	高

数据来源：广发证券发展研究中心

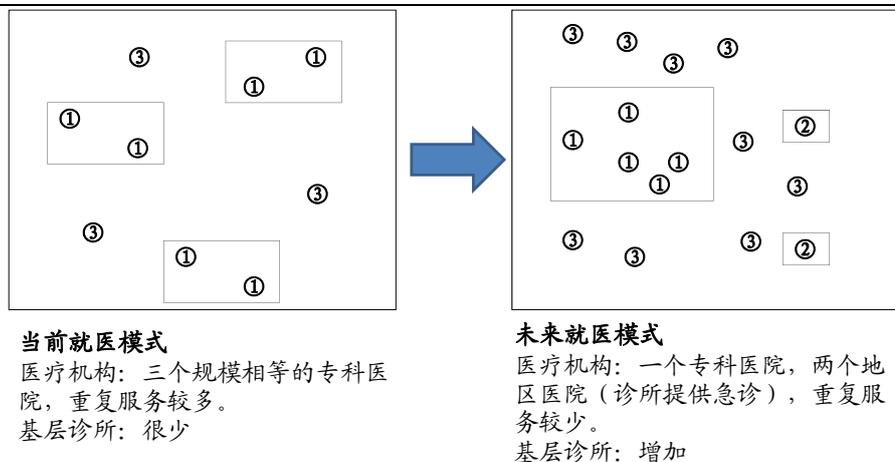
除了技术进步外，全球医疗体系的发展方向、医疗费用的压力、个体化医疗的趋势和未满足的快速诊断的巨大需求都是推动POCT快速前进的主要因素。以医疗体系发展方向为例，以大量初级诊疗机构即“看门人”为基础的多层级诊疗机构是核心方向，大多数“筛查性”患者的常见病和多发病均可在一级和二级医疗机构得以就診治疗，三级医疗机构主要负责重症和疑难杂症。这就需要初级诊疗机构的医疗水平和服务内容得以跟上，这一过程中便捷快速的大量POCT产品得以有巨大用武之地。我国医疗专家也指出，“将来的检验将更接近患者并分布在整个医院和社区的门诊部，美国在近期多达80%的实验室工作将在距患者只有几步远的仪器上完成，中心实验室仍将存在，负责处理和分析床边仪器不能进行的标本。”

图10: POCT主要推动因素



数据来源：广发证券发展研究中心

图11: POCT在医疗模式变革中的作用



数据来源：广发证券发展研究中心

注：①为大型医院，②为地区医院，③为基层诊所

在POCT的费用节省方面一直存在争议。检测单个样本的耗材直接费用方面，POCT由于目前技术等原因导致成本较高，价格确实高于传统检测手段。但是考虑到专业人员费用、中心实验室仪器折旧及保养、医院周转率等因素综合来看，POCT还是具有明显费用优势。而且POCT实现了最早期时间窗口的诊治，能够实现最佳治疗效果，性价比较高。

表 2: POCT 与传统诊断方式费用比较 (美元)

项目	病房费用	劳务	实际成本	维修保养	折旧	总计
传统方法	1.77	10.89	1.90	0.45	0.32	15.33
POCT	1.71	1.69	5.23	0.07	0.24	8.03
POCT 节省	1.06	9.20	-3.42	0.38	0.08	7.30

数据来源: AACC, 广发证券发展研究中心

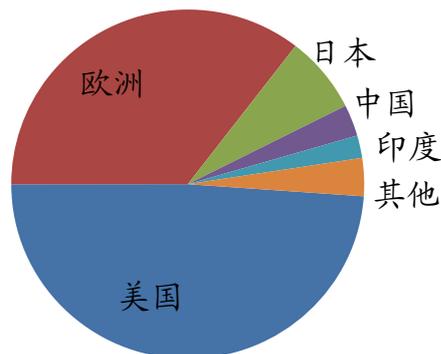
二、 技术和政策推动 POCT 在欧美广泛应用

POCT 产品由欧美国家率先研发成功并已得到广泛应用。医疗费用压力、医疗服务整合和新技术的不断投入应用等因素不断促进POCT行业快速发展。主要POCT市场龙头企业包括Roche, Abbot, Inverness medical及Alere等。细分市场中，血气/电解质检测和心脏标志物检测是其中亮点。

1. POCT 市场美国占比较大，医院是 POCT 需求主体

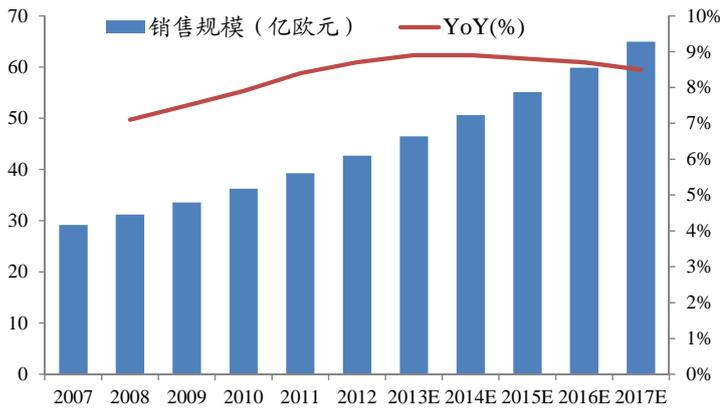
目前POCT全球市场规模结构来看，美国占比约5成，欧洲超过3成，日本、中国和印度等人口大国的占比还不高。目前美国POCT市场规模近80亿美元，欧洲超过40亿美元，欧美地区年均增速约7-8%。亚太地区人口众多，是POCT市场未来发展的重点地区，由于基数较低，心脏标志物等细分产品在这一新兴市场区域的增速超过50%。

图12: 全球POCT市场结构



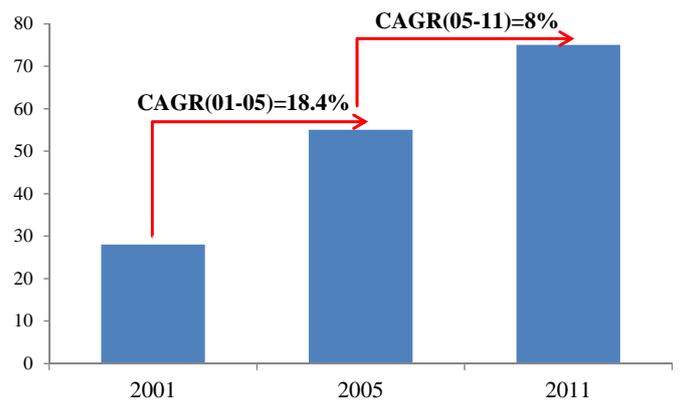
数据来源: Frost & Sullivan, 广发证券发展研究中心

图13: 欧洲POCT市场收入规模及增速



数据来源: Biotechnology Associates, 广发证券发展研究中心

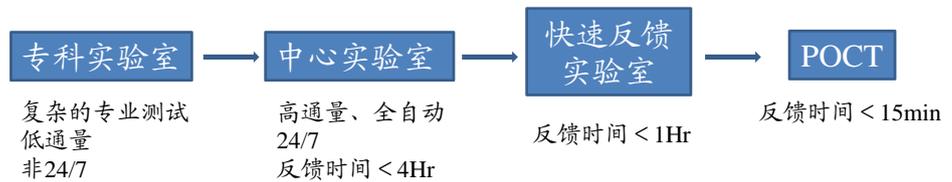
图14: 美国POCT市场收入规模及增速 (亿美元)



数据来源: BCC, 广发证券发展研究中心

目前医院仍是欧美国家POCT产品需求主体。通过POCT产品与医院现有中心实验室等部门进行补充, 欧美医院已建立起满足多层次需求的诊断平台。

图15: 已形成以POCT为基础的多层次诊断平台



数据来源: 广发证券发展研究中心

从医院对POCT产品需求的科室差异来看, 目前仍主要集中在急诊、手术、重症监护、心导管实验室、儿科重症监护科室。同时不同科室对POCT产品的需求也存在一定差异, 其中血糖和血气/电解质检测是各科室最为需要的细分方向。

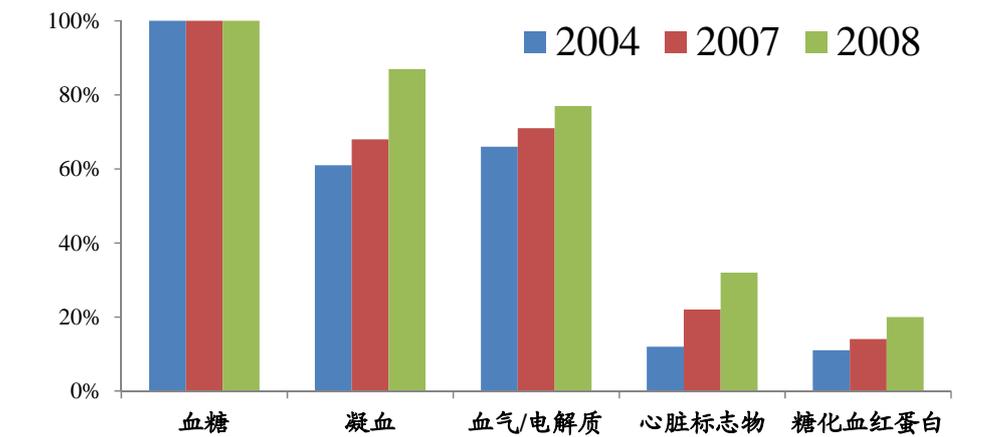
表3: POCT 各细分方向在美国医院不同科室的需求程度比较

	血气	电解质	血生化	全细胞计数	心脏标志物	红细胞比容	急性颈椎外伤	凝血酶原	血小板功能	血糖
急诊	+++	+++	+++	+++	+++	+	-	++	-	+++
手术	+++	+++	-	-	-	+++	+++	+	+++	+++
重症监护	+++	+++	++	+++	+	+++	-	++	-	+++
心导管实验室	+	+	-	-	-	+	+++	+	+	+
儿科重症监护	+++	+++	-	+++	-	+	-	+	-	+++

数据来源: HFG, 广发证券发展研究中心

不同POCT细分产品在美国医院的渗透率也相差较大。血糖监测产品在医院已长期处于完全覆盖状态, 凝血产品也已超过8成, 心脏标志物医院渗透率较低, 同时增速最高, 糖化血红蛋白市场渗透率也较低, 是未来血糖监测发展方向。

图16: 美国主要POCT细分行业医院渗透率



数据来源: EAC, 广发证券发展研究中心

POCT产品需求的另一大主体是军队及灾难应急部门。凭借其便携性和及时性的特点, 绝大多数POCT产品现在已在美国的军队和灾难应急部门中得到广泛应用。

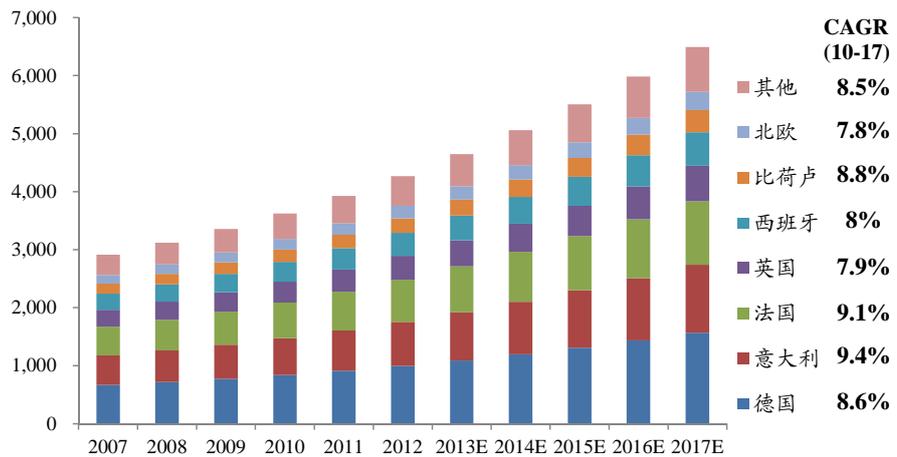
图17: 美国军队已大量使用POCT产品进行诊疗

<p>US Army 14th Combat Support Hospital</p>  <p>Ortho-Diagnostics Blood Typing: ABO Blood Group</p>	<p>US Navy</p>  <p>Cardiac STATus: cTnl, CK-MB, Myoglobin</p>
<p>US Army 14th Combat Support Hospital</p>  <p>Rapidpoint Coag: PT, aPTT, Heparin Management Test</p>	<p>US Military, Local Surveyed Hospital</p>  <p>i-STAT: ACT, PT/INR, glucose, creatinine, cTnl, Na⁺, K⁺, Cl⁻, Ca⁺⁺, pH, pCO₂, pO₂, SO₂, Hct, Hb, BUN, CK-MB, BNP</p>
<p>Hospitals, Evacuation Sites</p>  <p>Capillary Blood Glucose Meters</p>	<p>US Army, Navy, Marine Corps</p>  <p>Piccolo: Albumin, ALP, ALT, amylase, AST, BUN, creatinine, Ca, Cl, K, Na, Mg, LD, HDL, cholesterol, triglycerides, CK, glucose, TP, phosphorous, total bilirubin, direct bilirubin, TCO₂, GGT, uric acid</p>
<p>Donation to Local Red Cross</p>  <p>45,000 Blood Glucose Meters</p>	<p>US Air Force</p>  <p>Triage Cardiac Panel: cTnl, CK-MB, myoglobin</p> <p>Drugs of Abuse: Amphetamines, Methamphetamines</p>

数据来源: Am J Clin Path, 广发证券发展研究中心

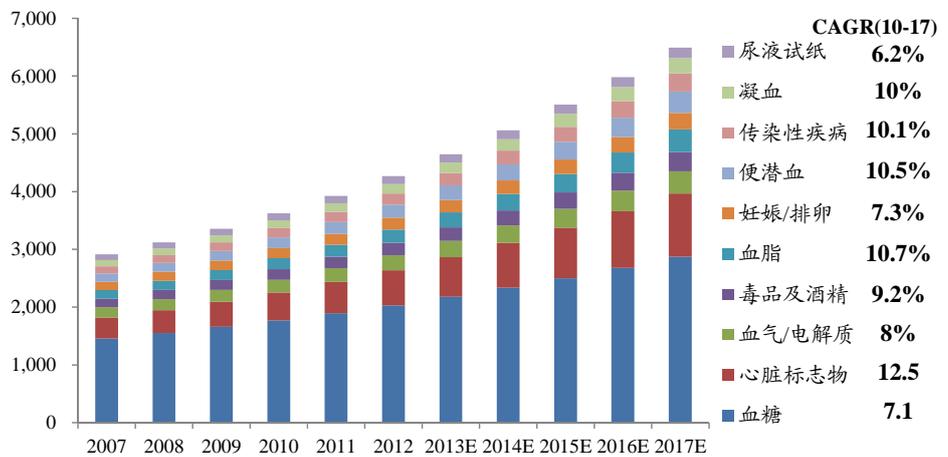
欧洲POCT市场较大的国家主要是德国、意大利和法国, 年化增速均接近或超过9%。英国、西班牙和北欧增速较慢, 年化增速约8%。产品细分市场来看, 欧洲与美国一样, 心脏标志物仍是增速最高的“明星品种”。同时占比最大的血糖产品增速仍在7%以上, 说明尚有巨大为市场等待开拓。

图18: 欧洲不同国家和地区POCT规模 (百万美元)



数据来源: Biotechnology Associates, 广发证券发展研究中心

图19: 欧洲细分市场POCT规模 (百万美元)

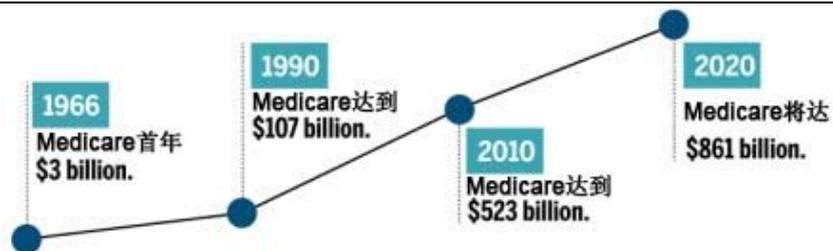


数据来源: Biotechnology Associates, 广发证券发展研究中心

2. 医改政策与合理监管推动 POCT 在美国快速发展

随着人口老龄化和疾病谱的变化, 美国面临巨大的医保费用支付压力。据美国国会预算办公室预计, 美国健保项目开支在2020年将达到4.6万亿美元, 相当于经济总量的20%。OECD报告显示, 2011年美国人均在健保上的花费达8233美元, 是法国、瑞士、英国这些相对富裕的欧洲国家每年人均健保花费的2倍。同时2011年美国企业的医保保费同比增长了9%。

图20: 美国医保费用面临巨大压力



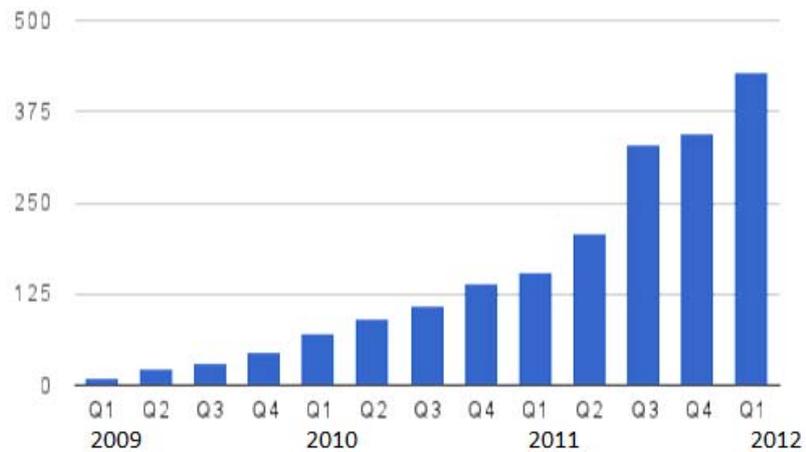
数据来源: 美国国会, 广发证券发展研究中心

2010年3月, 美国总统奥巴马签署实施“合理医疗费用法案”, 旨在改善美国医疗保健服务的质量, 降低医疗服务成本。ACA法案创立了结余分享计划, 通过倡导建

立责任医疗组织，鼓励医生及医院通过一体化的医疗服务体系来对患者的医疗需求负责。在结余分享计划下，满足美国卫生和公共服务部设定标准的服务提供者和团体可以通过责任制医疗组织（accountable care organizations, ACO）共同管理和协调为医保计划的受益者服务，ACO可以获得因成本压缩、效率提高而带来的部分结余收入，并在成员之间进行分配。ACO组织现在是美国新医疗法案中最受关注的内容，在美国医疗服务体系产业中已有较为成功的例证，并逐渐变得更为普遍。

在ACO制度的设计下，新的服务提供模式集合医院、全科医生、专科医生和其他专业人员，共同对患者的医疗质量和医疗成本负责。

图21: 美国ACO数量增长状况



数据来源: AHA, 广发证券发展研究中心

责任制医疗组织（ACO）的出现要求主治医生（PCP）对他们的患者群体有不同的思考，因为它要求医疗模式为它们而设立，即将群体健康管理和持续性健康放在首位。POCT与信息化工具的结合，可以为医生更快更好的获取诊断结果，并很好的满足了责任制医疗组织的要求。

在美国，POCT是由认证/授权机构、POCT委员会、POCT协调员共同组织管理的，同时由FDA监管。POCT属于体外诊断器械（IVD）子领域，受医疗器械相关政策监管。同时IVD产品还受1992年颁布临床实验室改进法案（CLIA 88）监管，该法案根据实验复杂性将IVD分为简易检测、中等难度检测和高难度检测三种登记类型，生产商在市场准入前，将其IVD产品根据CLIA检测类别提出申请。医疗保险和医疗补助方案服务中心（CMS）、FDA临床实验室用器械小组（DCLD）和疾病预防控制中心（CDC）共同审批CLIA认证。具体到POCT产品，经全美由卫生保健组织鉴定委托委员会(JCAHO)与美国病理学家学会(CAP)对POCT认可，最终由JCAHO、CMS和CAP对POCT进行认证授权。

表 4: FDA 对医疗器械的监管体系

	一类(Class I)	二类(Class II)	三类(Class III)
控制类型	一般控制	特殊控制	上市前许可
申请类型	免除	501(k)	上市前批准(PMA)
审查时间	无（直接注册）	90 天	180 天
产品举例	灭菌盒，滴管	血压计，妊娠检测试剂	HIV 检测试剂，心脏起搏器
数量占比	45%	47%	8%

数据来源: FDA, 广发证券发展研究中心

在POCT产品的使用上，由于使用壁垒较低，因此使用监管控制是POCT取得较好结果并扩大使用范围的关键。美国各州、市和单位有POCT委员会，对该单位的POCT使用实施总的质量监控，以保证测试结果的准确。

表 5: 欧美各国 POCT 监管比较

国家	POCT 监管政策
美国	CLIA 法规
英国	MHRA2010
法国	公共实验室管理法规
意大利	地区性法规，没有全国法规
荷兰	实验室检测强制性法规，同时适用于 POCT
德国	临床分析质量控制法规，同时适用于 POCT

数据来源：各国卫生监管部门，广发证券发展研究中心

3. POCT 企业数量众多，细分市场激烈

目前由于技术发展迅速，POCT企业众多，各个新兴企业均凭借细分领域的技术优势占有一席之地。从规模来看Roche凭借血糖等仪器取得领先地位，占全球POCT市场份额预计超过15%，其他企业包括Alere、西门子等。

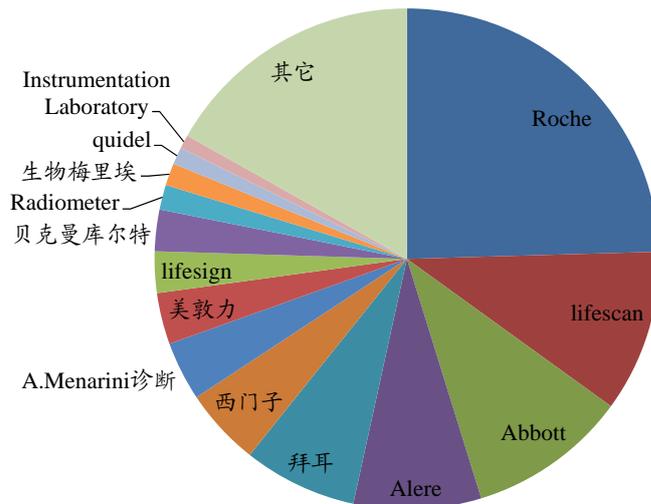
图22: 主要POCT生产企业



数据来源：广发证券发展研究中心

欧洲POCT竞争同样激烈，2010年除龙头企业Roche的市场份额接近25%，后几位企业的市场份额均不足10%。不同企业在其细分领先领域得以抢占更大市场份额，如血气/电解质领先企业Abbott，心脏标志物领先企业Alere，HIV感染快速检测领先企业ChemBio等。

图23: 2010年欧洲POCT企业竞争状况



数据来源: Biotechnology Associates, 广发证券发展研究中心

✓ **血气及电解质分析: 目前仅次于血糖仪的第二大POCT细分市场**

血气分析是临床抢救和监护病人的一组重要生化指标, 电解质分析仪可反映病人体内急性和潜在的酸碱平衡和气体交换的内环境变化, 血清K⁺、Na⁺、Cl⁻离子测定也是临床上常用的检测项目和急诊项目之一。因此血气分析仪广泛应用在重症监护病房、急诊室、手术室、呼吸科、康复室或透析病房。

表 6: 全球主要 POCT 血气诊断行业公司及产品

生产企业	仪器型号
Abbott	i-STAT 1
Instrumentation Laboratory (IL)	IEM Premier 3500 & 4000
ITC Medical	IRMA TRUpoint
Nova Biomedical	Stat Profile pHox/pHOx Plus/pHOx Plus L, Nova CRT, Stat Profile Critical Care Xpress
OPTI Medical Systems	AVOXimeter 4000, OPTI CCA-TS und OPTI R
Radiometer	ABL5, ABL800 FLEX, ABL800 BASIC, ABL90
Roche Diagnostics	cobas b 123, cobas b 221
Siemens Medical Solutions Diagnostics	Rapidlab, 248/348, 800, 1200; Rapidpoint 400/405

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

POCT式血气分析仪目前在全球已广泛使用, 预计市场规模约30亿美元, 年均增速较快。主要领先的企业包括Radiometer, OPTI Medical Systems, Roche及Nova Biomedical等。

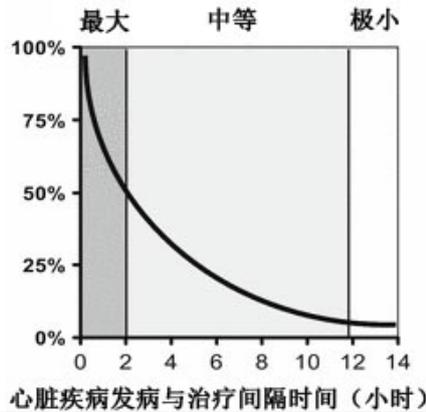
传统血气分析仪由上世纪50年代起步, 重量约100公斤, 取血量需2毫升, 仅可检测少量指标, 以丹麦Radiometer公司的AME-1为代表。进入70年代, 随着计算机和集成电路的应用, 血气分析仪逐渐改进结构, 重量减为30公斤, 测量参数增多, 这一时期Radiometer, Instrumentation Laboratory (IL)等公司技术领先。90年代末随着基于微流控技术的高性能生物传感器得以应用, 血气分析仪真正实现了便携、易操作、免维护, 尤以Abbott公司的经典POCT产品i-STAT为代表。

✓ **心脏标志物：增长最快的POCT细分市场**

心脏标志物全称为心脏损伤早期标志物，是指心脏损伤后6小时内血中水平升高的标志物，是临床中诊断心肌梗死、心肌缺血、心衰等心脏疾病的重要检测指标，主要包括肌酸激酶MB同工酶(CK-MB)、心肌肌钙蛋白(cTn)、B型尿钠肽(BNP)等。

心脏标志物是POCT细分市场中增速最快的业务，目前年收入规模已经超过9亿美元，年均增速14%。高速增长的核心因素是这些心脏标志物快速检测的重要性得到了循证医学的广泛支持，美国临床生化科学院(NACB)、美国临床化学学会(AACC)、欧洲心脏病学会(ESC)等组织均早已将这些标志物的检测列入心脏疾病预防与诊治指南，并在2000年之后的会议上逐渐列入POCT内容。

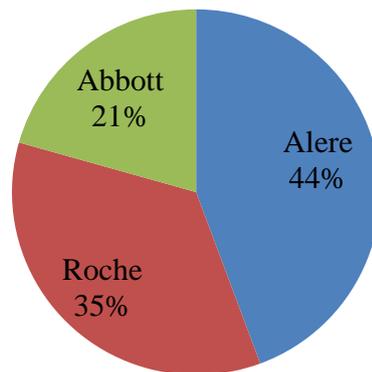
图24：心脏疾病越早诊断与治疗受益越大



数据来源：ACC, AHA, 广发证券发展研究中心

目前全球心脏标志物市场相对处于寡头垄断态势，Alere、Roche和Abbott三家领先企业瓜分市场。

图25：心脏标志物子行业全球市场主要竞争格局



数据来源：BCC, 广发证券发展研究中心

4. i-SATA：掌式 POCT 最成功的平台

i-SATA是Abbott公司生产的全球领先的掌式POCT检测分析平台，通过插入含有生物传感器的不同测试卡片，i-STAT平台可以检测血气、电解质、心脏标志物、血生化等多种临床关键指标。

该分析平台由i-STAT公司研发成功并上市，1996年全球已销售超过800台i-STAT分析仪，1997年卖出超过一百万片测试卡片，1998年Abbott与i-STAT公司建立合作，2004年Abbott公司以3.92亿美元价格将i-STAT公司完全收购，溢价率超过5倍。

图26: i-SATA所能进行的检测内容

i-STAT	EC8+	CG8+	EG7+	CHEM8+	EG6+	CG4+	6+	G3+	EC4+	E3+	G	Crea	ACTk	ACTc	PT/INR	cTnl	CK-MB	BNP
Sodium (Na)	●	●	●	●	●		●		●	●								
Potassium (K)	●	●	●	●	●		●		●	●								
Chloride (Cl)	●			●			●											
TCO ₂				●														
Anion Gap*	●			●														
Ionized Calcium (iCa)		●	●	●														
Glucose (Glu)	●	●		●			●		●		●							
Urea Nitrogen (BUN)/Urea	●			●			●											
Creatinine (Crea)				●								●						
Lactate						●												
Hematocrit (Hct)	●	●	●	●	●		●		●	●								
Hemoglobin* (Hgb)	●	●	●	●			●		●	●								
pH	●	●	●		●	●		●										
PCO ₂	●	●	●		●	●		●										
PO ₂		●	●					●										
TCO ₂ *	●	●	●		●	●		●										
HCO ₃ *	●	●	●		●	●		●										
Base Excess (BE)*	●	●	●		●	●		●										
sO ₂ *		●	●		●	●		●										
ACT Kaolin													●					
ACT Celite®														●				
PT/INR															●			
cTnl																		●
CK-MB																		●
BNP																		●

化合物/电解质

血液学

血气

凝血

心肌标志物

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

注: 橙色标记测试卡片 (CHEM8+等) 为已通过CLIA认证产品

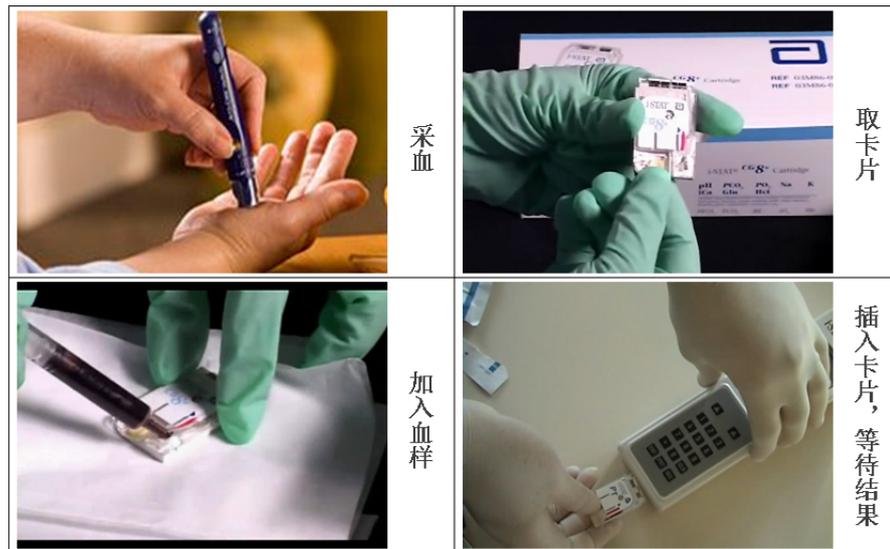
i-STAT关键部分是掌式分析仪和测试卡片, 通过将血液样本加入不同测试卡片, 并插入分析仪进行分析读数, 最终将结果打印或上传到网络终端数据库。每次测试仅需65至95微升, 无需抗凝, 不会因抗凝剂而导致测试结果不准确, 2分钟之内出结果, 在急诊、ICU、新生儿科、麻醉科等科室具有巨大优势。目前全球i-STAT分析仪销售数量已超过1.1万台, 测试卡的年使用量超过1500万片。

图27: i-SATA主要部分



数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

图28: i-SATA使用主要步骤



数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

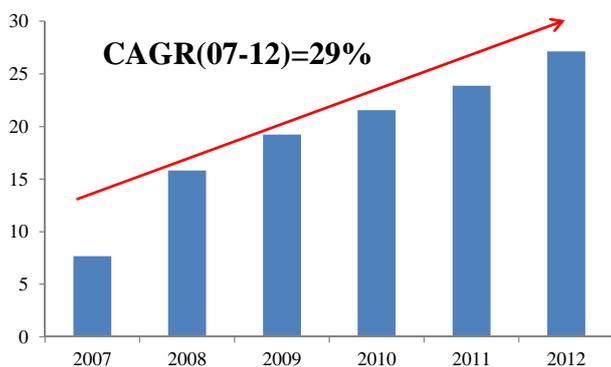
5. Alere: 心脏标志物市场领导者

Alere是全球领先的POCT诊断厂商, 其业务主要专注于心脏标志物、传染病及毒性物质诊断等。公司看好慢性病诊断领域的POCT的应用, 认为其为慢性病发病初期的及时诊断提供了一种解决方案。公司近期致力于精简架构和改善运营绩效, 这有利于提升长期现金流。

Alere过去是POCT领先公司Inverness Medical Innovations (IMA)的子公司, 2010年7月IMA公司将旗下60多个子公司的品牌进行了整合, 统一更名为Alere, 从而打造成更加知名的POCT品牌。

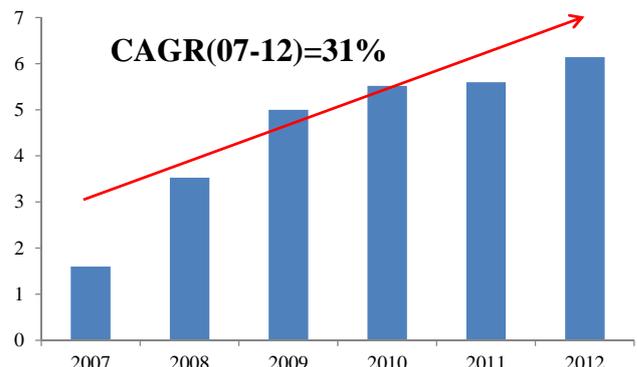
从历史趋势看, 2007-2012年的五年间, 公司收入和EBITDA保持了30%左右的增速, 2012年收入和净利润分别达到27亿美金和6亿美金。

图29: Alere2007-2012年收入变化趋势 (亿美元)



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

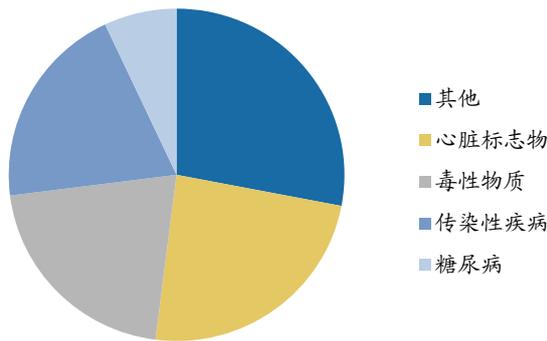
图30: Alere2007-2012年EBITDA变化趋势 (亿美元)



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

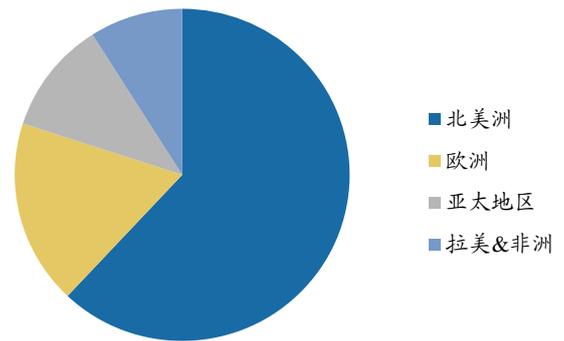
分业务结构看, Alere的收入主要来源于心脏标志物, 在这一领域位居全球之首; 其他业务包括传染性疾病、毒性物质等也位居世界前列, 糖尿病检测近两年增长较快; 区域分布看, 北美仍然是Alere公司收入来源的重点, 但亚太地区增长最为迅猛, 渗透率不断提升, 2001至2011年十年间新兴市场的年化复合增长率达54%。

图31: Alere公司业务收入分类结构



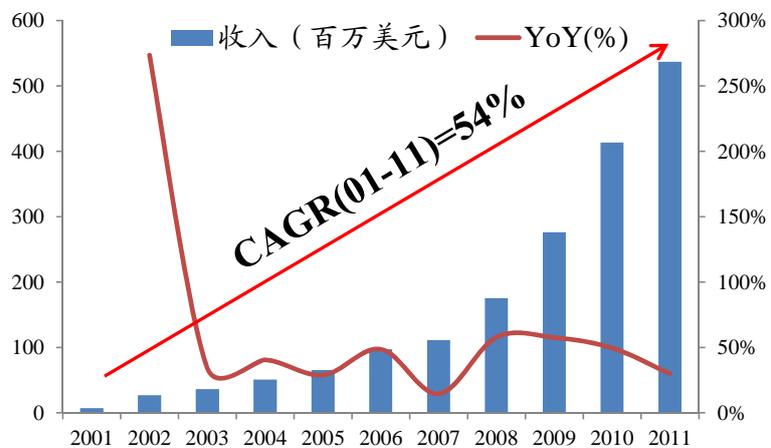
数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

图32: Alere公司业务收入地区来源



数据来源: 公司数据, 广发证券发展研究中心

图33: 2001-2011年Alere新兴市场收入及增速



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

✓ **心脏标志物领域龙头地位稳固:**

Alere公司是全球范围内心脏标志物POCT诊断的龙头企业, 拥有最为丰富的产品系列。在这一领域, 公司业务新的增长点在于利用BNP指标进行远程心衰监控, 这可能为公司开创一个巨大的新市场。

在心脏标志物领域, 公司凝血检测仪的使用客户持续增长; 而近期研究显示, 每周在家中进行的凝血监测对患者来讲是最为安全和有效的选择。

2013年, 公司收购的加拿大血气与电解质诊断公司Epocal的收入同比翻番, 该子公司近期上市了氯化物和肌氨酸酐检测仪, 这将提升公司的市场占有率。

分区域看, 亚太地区业务增长最快: 今年以来, 公司的心脏标志物检测仪在亚太地区的收入增长同比高达51%。

✓ **传染病领域检测领域领先者:**

公司在重大传染病检测领域也是全球领先的企业。在这一领域, 公司已经或即将上市很多创新的检测平台, 这会保证公司长期的竞争力。其中包括位居世界前列的HIV、流感、疟疾、链状病毒、军团菌属、链状球菌A、登革热、呼吸道合胞病毒等病毒的检测仪器。

同时, 公司在这一领域的创新产品包括:

◇ Alere CD4 Analyzer –全球首款全便携式CD4检测平台, 帮助HIV患者更便捷

地进行抗逆转录病毒治疗；

- ◇ Alere™ iNAT –精确的POCT分子诊断平台，将首先应用于2013-2014年的美国流感季检测；
- ◇ Alere™ qNAT –HIV病毒载量检测，还将推广至丙肝病毒和结核菌检测。

截至目前为止，Alere CD4分析仪销售同比增长75%，该仪器的上市巩固了公司在HIV诊断领域的优势；院内感染（HAI）和C-反应蛋白检测仪同比增长翻番，并将持续这种快速增长的趋势。

✓ 毒性物质检测领域亦是领先企业：

公司在毒性物质检测领域亦是领先企业，同时还能提供毒品含量检测。在这一领域，实验室和第三方服务在发达市场的价值日益凸显，公司在过去几年的时间里建立了较好的行业地位。全球范围看，对毒品滥用的即时检测成为全球的明显趋势。截至目前为止，该业务的年均增速超过8%，而亚太地区业务增长超过30%。

这项业务虽然毛利率偏低，但费用率也不高，因此主营利润率超过30%。

三、 中国 POCT 尚起步，蓝海市场待发掘

中国人口众多、医疗资源差异较大，是POCT潜在的巨大市场。据估计2008年中国POCT市场规模达65亿，年增速30%以上。但目前中国POCT市场尚处于发展初期，预计整体市场尚处于欧美国家九十年代水平，医院等终端渗透率极低。产品基本被外资企业垄断，国内企业仅上海奥普、广州万孚等少量POCT领先企业，2010年理邦仪器通过引进海外人才，也建立起了POCT产品线。

从需求端来看，**POCT产品在中国是无限广阔的蓝海市场**，在医院手术、急诊、重症监护、慢性病防治、突发公共卫生事件、县级医疗机构建设、新型农村合作医疗等方面具有巨大应用空间。

2006年9月卫生部临检中心出台了POCT管理办法，POCT要接受政府有关部门评审,从规章制度的建立、人员培训认可证书、仪器试剂的准入、质量控制措施落实、乃至和临床实验室的协调等方面的管理。

血糖仪：外资占大半江山，国内企业逐步崛起

国内POCT领域较为广泛使用的是血糖仪，但渗透率不足10%，其中城市地区约10%，农村地区不足3%，整体远低于欧美国家90%以上的渗透率。国内血糖仪及其耗材市场仍处于发展初期，预计行业年均复合增速有望达到30%左右。

市场竞争格局方面，外资品牌分别占据绝大部分医院市场和一半的零售市场，国产品牌技术差距逐步缩小、价格优势明显，替代效应逐步显现。预计目前中国血糖仪市场份额外资占据60%以上市场份额，其中强生约35%，罗氏约2成左右，雅培约8%。国内企业30%多的市场份额中，三诺约10%，北京怡成约6%，近期鱼跃医疗也逐步开始进入血糖市场，将建立起传统血糖监测和糖化血红蛋白监测的全面平台。

血气分析仪：基本为外资垄断，理邦将成为新崛起力量

由于技术壁垒较高、仪器金额更贵，我们预计国内POCT血气分析仪渗透率比血糖仪更低，血气分析仪市场大部分仍被传统大型血气分析设备占据。并且从我们已

知国内上市的POCT血气分析仪产品来看，目前全部为国外企业提供。

表 7: POCT 血气分析仪国内已上市产品

生产厂商	产品名称	注册号	批准日期	有效日期
Nova Biomedical	CCX , pHOx	(进)字 2004 第 3402745 号	2004.12.21	2008.12.20
Radiometer	ABL80 &800FLEX	(进)字 2007 第 3400434 号	2007.03.15	2011.03.14
Roche Diagnostics	cobas b 221	(进)字 2007 第 2400453 号	2007.03.20	2011.03.19
Inverness Medical	OPTI R	(进)字 2009 第 2402349 号	2009.10.19	2013.10.18
	OPTI CCA-TS	(进)字 2012 第 2402681 号	2012.08.10	2016.08.09
Instrumentation Laboratory	GEM Premier 3500 & 4000	(进)字 2009 第 2402580 号	2009.11.10	2013.11.10
International Technidyne	IRMA TruPoint	(进)字 2009 第 2402802 号	2009.12.07	2013.12.06
Siemens Medical Solutions Diagnostics	RAPIDLab 1200	(进)字 2009 第 2213001 号	2009.12.21	2013.12.20
	RAPIDPoint 340 & 350 & 400 &405	(进)字 2010 第 2403350 号	2010.11.30	2014.11.29
Abbott	i-STAT 1	(进)字 2010 第 2402015 号	2010.06.30	2014.06.30

数据来源: SFDA, 广发证券发展研究中心

理邦仪器2010年从美国引进“千人计划”专家、前i-STAT公司资深科学家林超，以三年多时间投入千万级资金，打造出国内首个POCT血气/电解质分析仪，后续还将进行研发升级，通过不同检测卡片的选择，实现心脏标志物的检测分析。

图34: 理邦仪器POCT血气/电解质分析设备



数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

四、 投资策略: 看好 POCT 市场, 关注新品上市

POCT符合全球医疗发展趋势,在欧美成熟市场亦是增速较快的细分领域。POCT在中国是一个尚未被满足需求的巨大蓝海市场,我们看好在POCT领域已经有产品或即将有新品上市的公司。首次覆盖理邦仪器及三诺生物,给予“谨慎增持”的评级;维持鱼跃医疗“买入”的评级。

五、 风险提示

POCT在国内尚处于发展初期,医院和医生还有一个熟悉和接受的过程,产品推广情况可能低于预期。

POCT新品上市需要进行国内和国际认证,存在认证时间长于预期的风险。

人民币大幅升值影响产品出口的风险。

理邦仪器 (300206.SZ)

即将跨入 POCT 的蓝海市场

核心观点:

- 原有业务稳定增长，细分领域各有优势

公司原有业务聚焦妇产科、多参数监护仪、心电图机及超声波系列仪器四大系列。公司是产科第一品牌，未来致力于建立妇产科全面解决方案；公司是心电图产第一品牌，发展策略是争取实现在产品线全面发展基础上的信息化和网络平台服务；超声领域的重点将是发展彩超业务，实现产品升级换代；多参数监护仪的看点亦在产品线丰富。预计四大传统业务未来有望保持稳定增长。

- 即将跨入 POCT 的蓝海市场

全球 POCT 市场处于成长期，可广泛应用于血气、免疫、心肌酶、传染性疾病、毒品及重金属检测等领域。公司首个 POCT 产品为血气分析仪，拥有较高技术壁垒，由美国专家团队研发多年完成，目前处于国内和国际认证阶段，为国内首创，有望于今年四季度上市。后续储备品种包括：医院等级便携式血糖仪、电解质及心肌酶检测仪等。

- 研发投入高，未来费用率水平有望逐步下降

公司 2012 年今年研发费用率高达 22%，显著高于行业平均水平。预计今年研发投入还将继续上升，但随着收入规模的上升，研发费用率有望逐步下降，后续新品将不断上市。

- 首次覆盖，给予“谨慎增持”评级

预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.45/0.64/0.90 元，对应 PE44/31/22 倍，估值较高。考虑公司账上现金高达 10 亿，总市值不到 30 亿元，新产品 POCT 和彩超上市有望推动业务加速发展，首次覆盖给予“谨慎增持”的评级。

- 风险提示

与竞争对手的诉讼风险，新产品上市时间及推广情况存在不确定性。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	375.29	382.46	470.46	622.70	845.44
增长率(%)	17.06%	1.91%	23.01%	32.36%	35.77%
EBITDA(百万元)	44.63	20.85	77.55	105.68	148.13
净利润(百万元)	59.19	55.20	58.02	83.01	116.99
增长率(%)	-10.35%	-6.74%	5.12%	43.07%	40.93%
EPS(元/股)	0.455	0.425	0.446	0.639	0.900
市盈率(P/E)	33.13	35.53	43.94	30.71	21.79
市净率(P/B)	1.72	1.68	2.14	2.00	1.83
EV/EBITDA	20.48	43.63	19.87	13.93	9.35

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格 19.61 元

前次评级 无

报告日期 2013-05-30

相对市场表现



分析师: 贺菊颖 S0260511050002



010-59136691



hji@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 刘宇恒 010-59136695

liuyuheng@gf.com.cn

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1133	1156	1129	1210	1337
货币资金	1047	1051	1008	1077	1165
应收及预付	35	35	73	76	96
存货	37	45	47	57	76
其他流动资产	15	24	0	0	0
非流动资产	54	110	118	136	151
长期股权投资	2	10	10	10	10
固定资产	19	30	27	23	19
在建工程	0	8	11	14	19
无形资产	32	61	70	87	102
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	1186	1266	1247	1345	1488
流动负债	38	46	51	65	90
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	38	46	51	65	90
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	10	44	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	44	0	0	0
负债合计	48	90	51	65	90
股本	100	100	130	130	130
资本公积	933	931	892	892	892
留存收益	105	140	168	251	368
归属母公司股东	1137	1170	1190	1273	1390
少数股东权益	1	6	7	7	8
负债和股东权益	1186	1266	1247	1345	1488

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	375	382	470	623	845
营业成本	160	165	198	256	343
营业税金及附加	3	4	3	4	7
销售费用	79	82	90	112	148
管理费用	95	121	119	162	221
财务费用	-17	-30	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	55	41	61	89	128
营业外收入	10	20	6	6	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	65	60	67	94	134
所得税	7	7	9	11	16
净利润	58	54	58	84	118
少数股东损益	-1	-2	0	1	1
归属母公司净利润	59	55	58	83	117
EBITDA	45	21	78	106	148
EPS (元)	0.46	0.42	0.45	0.64	0.90

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	44	81	52	98	117
净利润	58	54	58	84	118
折旧摊销	7	10	16	17	20
营运资金变动	-21	17	-11	3	-15
其它	0	0	-12	-6	-6
投资活动现金流	-41	-46	-19	-29	-29
资本支出	-39	-24	-19	-29	-29
投资变动	-2	-22	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	861	-31	-76	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	-7	-37	0	0
股权融资	889	0	-39	0	0
其他	-28	-24	0	0	0
现金净增加额	864	4	-43	69	87
期初现金余额	183	1047	1051	1008	1077
期末现金余额	1047	1051	1008	1077	1165

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	17.1	1.9	23.0	32.4	35.8
营业利润增长	-18.6	-25.8	51.1	44.5	43.8
归属母公司净利润增长	-10.3	-6.7	5.1	43.1	40.9
获利能力(%)					
毛利率	57.3	56.8	58.0	58.9	59.5
净利率	15.5	14.0	12.4	13.4	14.0
ROE	5.2	4.7	4.9	6.5	8.4
ROIC	38.0	7.7	30.1	40.9	50.5
偿债能力					
资产负债率(%)	4.0	7.1	4.1	4.9	6.1
净负债比率	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8	-0.8
流动比率	29.92	25.24	22.23	18.52	14.84
速动比率	28.72	23.96	21.13	17.46	13.79
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.31	0.37	0.48	0.60
应收账款周转率	26.70	26.18	8.60	12.44	14.27
存货周转率	4.18	4.01	4.16	4.53	4.48
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.42	0.45	0.64	0.90
每股经营现金流	0.44	0.81	0.40	0.75	0.90
每股净资产	11.37	11.70	9.15	9.79	10.69
估值比率					
P/E	43.1	46.2	43.9	30.7	21.8
P/B	1.7	1.7	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	20.5	43.6	19.9	13.9	9.3

鱼跃医疗 (002223.SZ)

血糖仪放量可期, 空气净化器值得期待

核心观点:

● 民营医疗器械领军者

公司是国内医疗器械行业的龙头企业之一, 主要从事康复护理系列和易用供氧系列器械产品的研发、生产和销售, 新产品包括血糖仪和空气净化器。公司是典型的民营企业, 吴光明是实际控制人。

● 电子血压计恢复性高增长, 医用供氧、医用临床器械维持较快增长

① 康复护理系列去年收入 7.1 亿元, 轮椅、血压计、听诊器等传统产品的增速趋于平稳, 其中电子血压计去年销售 1 亿元, 增速近 25%, 今年有望恢复到 40%。② 医用供氧系列去年收入 4.4 亿元, 公司已超越美国 Invacare 成为全球第一大厂商, 依靠小型医用制氧机较快稳定增长, 预计今年增速仍有 30%。③ 医用临床系列营业收入 1.6 亿元, 同比增长 36.3%, 今年增速有望维持。

● 血糖仪今年有望收入上亿, 空气净化器值得期待

公司血糖仪、空气净化器都是市场空间在 5 亿元以上的重磅新品: ① 血糖仪及其试纸已实现规模化生产, 去年销售 2 千万元左右, 今年有望放量, 收入上亿。② 空气灭菌消毒净化器预计今年上半年上市, 并实现批量化生产, 在国内大中城市雾霾天气严重的情况下市场前景看好。

● 公司重视研发, 新品有望持续推出

公司重视研发, 研发投入较大, 去年研发费用 7108 万元, 同比增加 27%。研发中心项目建设成果显著, 血糖仪及其试纸实现规模化生产, 空气灭菌消毒净化器实现批量化生产, 完成了睡眠呼吸机、数字化全科诊断设备及云系统等新品开发。

● 维持“买入”评级

公司是国内最优秀的医疗器械之一, 新产品血糖仪、空气净化器上市后公司有望重新走上发展的快车道。我们预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.58/0.73/0.92 元 (2012 年 EPS 0.46 元), 对应 PE 36/28/23 倍, 维持“买入”评级。

● 风险提示

人民币大幅升值影响公司产品出口的风险, 血糖仪、空气净化器等新产品推广不顺利的风险。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,170.52	1,312.21	1,602.16	1,970.87	2,435.54
增长率(%)	32.43%	12.11%	22.10%	23.01%	23.58%
EBITDA(百万元)	243.39	290.97	351.96	441.35	551.24
净利润(百万元)	226.41	244.10	306.92	388.74	488.25
增长率(%)	40.73%	7.81%	25.73%	26.66%	25.60%
EPS(元/股)	0.426	0.459	0.577	0.731	0.918
市盈率(P/E)	48.84	45.30	36.03	28.44	22.65
市净率(P/B)	10.07	8.50	7.63	6.02	4.75
EV/EBITDA	42.44	35.50	29.35	22.84	17.74

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	20.80 元
前次评级	买入
报告日期	2013-05-30

相对市场表现



分析师: 贺菊颖 S0260511050002

010-59136691

hjj@gf.com.cn

分析师: 张其立 S0260512080004

010-59136689

zql5@gf.com.cn

相关研究:

鱼跃医疗 (002223.SZ): 业绩略低于预期, 期待新品表现 2013-04-16

鱼跃医疗 (002223.sz): 业绩符合预期, 预计下半年增速加快 2012-08-20

鱼跃医疗 (002223.sz): 业绩环比增速较快, 期待血糖仪、空气净化器销售 2012-04-24

	单位: 百万元				
至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	868	1083	1376	1768	2258
货币资金	330	321	729	975	1281
应收及预付	343	543	397	488	603
存货	194	218	249	305	374
其他流动资产	0	1	1	1	1
非流动资产	429	457	485	537	606
长期股权投资	7	1	1	1	1
固定资产	300	310	343	390	452
在建工程	34	51	53	55	57
无形资产	84	91	88	92	96
其他长期资产	3	5	0	0	0
资产总计	1297	1540	1861	2306	2864
流动负债	187	226	241	294	361
短期借款	0	3	0	0	0
应付及预收	185	223	241	294	361
其他流动负债	2	0	0	0	0
非流动负债	3	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	0	0	0
负债合计	190	228	241	294	361
股本	409	532	532	532	532
资本公积	192	69	69	69	69
留存收益	497	701	848	1237	1725
归属母公司股东	1098	1302	1449	1838	2326
少数股东权益	9	10	12	14	17
负债和股东权益	1297	1540	1702	2146	2705

	单位: 百万元				
至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1171	1312	1602	1971	2436
营业成本	755	823	1012	1235	1515
营业税金及附加	8	10	12	14	18
销售费用	84	96	112	138	170
管理费用	107	124	144	177	224
财务费用	-3	-6	-2	-4	-5
资产减值损失	2	7	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0	0
投资净收益	1	1	2	3	3
营业利润	218	261	326	412	516
营业外收入	42	19	25	33	42
营业外支出	0	0	0	0	1
利润总额	260	279	351	444	558
所得税	33	34	42	53	67
净利润	228	245	309	391	491
少数股东损益	1	1	2	2	3
归属母公司净利润	226	244	307	389	488
EBITDA	243	291	352	441	551
EPS (元)	0.43	0.46	0.58	0.73	0.92

	单位: 百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	97	171	446	299	372
净利润	228	245	309	391	491
折旧摊销	27	31	29	35	43
营运资金变动	-136	-109	133	-93	-117
其它	-21	4	-25	-35	-45
投资活动现金流	-65	-141	-36	-53	-67
资本支出	-66	-160	-38	-55	-70
投资变动	0	-11	2	3	3
其他	0	29	0	0	0
筹资活动现金流	-35	-39	-3	0	0
银行借款	30	7	-3	0	0
债券融资	-63	-4	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-2	-42	0	0	0
现金净增加额	-4	-8	408	246	306
期初现金余额	333	330	321	729	975
期末现金余额	330	321	729	975	1281

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	32.4	12.1	22.1	23.0	23.6
营业利润增长	27.7	19.2	25.2	26.4	25.3
归属母公司净利润增长	40.7	7.8	25.7	26.7	25.6
获利能力(%)					
毛利率	35.5	37.3	36.9	37.3	37.8
净利率	19.5	18.7	19.3	19.8	20.2
ROE	20.6	18.8	21.2	21.2	21.0
ROIC	24.5	22.9	38.9	40.8	42.2
偿债能力					
资产负债率(%)	14.6	14.8	14.1	13.7	13.4
净负债比率	-0.3	-0.2	-0.5	-0.5	-0.5
流动比率	4.64	4.80	5.72	6.01	6.25
速动比率	3.53	3.65	4.60	4.89	5.13
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.93	0.94	0.95	0.94
应收账款周转率	6.59	5.28	7.30	7.30	7.30
存货周转率	3.90	3.99	4.06	4.06	4.06
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.46	0.58	0.73	0.92
每股经营现金流	0.24	0.32	0.84	0.56	0.70
每股净资产	2.69	2.45	2.73	3.46	4.38
估值比率					
P/E	48.8	45.3	36.0	28.4	22.6
P/B	7.7	8.5	7.6	6.0	4.8
EV/EBITDA	42.4	35.5	29.3	22.8	17.7

三诺生物 (300298.SZ)

血糖仪领域的佼佼者

核心观点:

● 血糖仪市场空间广阔，国产品替代效应明显

糖尿病是典型的大病种领域。目前糖尿病为全球人类第四大死因，据不完全统计全球每年有超过 380 万人死于糖尿病及其并发症，中国的发病率亦大幅增长，是全球增长最快的国家之一。但国内血糖仪及其耗材市场仍处于发展初期，预计行业年均复合增速有望达到 30% 左右。市场竞争格局方面，外资品牌分别占据绝大部分医院市场和一半的零售市场，国产品牌技术差距逐步缩小、价格优势明显，替代效应逐步显现。

● 公司是国产血糖仪市场领导者之一

公司定位国内血糖仪的中低端市场，主要拓展零售市场，重视终端维护和增加经销商覆盖。就现有销售规模而言，公司处于第一军团位置，销售团队扩张较快，未来市场份额有望继续上升。

● 海外市场带来短期业绩波动，未来波动有望逐步熨平

公司目前开发的海外市场主要位于古巴和委内瑞拉，今年一季度销售有所下滑，预计全年外销收入同比持平。考虑公司积极拓展新增海外市场的同时，国内的耗材销售继续快速增长，又积极培育医院市场，我们认为原有海外市场波动对经营的影响有望逐步熨平。

● 首次覆盖，给予“谨慎增持”的评级

预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 1.30/1.71/2.21 元，对应 PE34/26/20 倍。考虑血糖仪市场将维持较快增长，公司依托血糖仪推广耗材的模式增长迅速，首次覆盖给予“谨慎增持”的评级。

● 风险提示

血糖仪中低端市场竞争激烈，造成销售可能低于预期。

盈利预测:

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	209.47	339.12	482.23	637.51	821.75
增长率(%)	30.73%	61.89%	42.20%	32.20%	28.90%
EBITDA(百万元)	98.09	120.51	209.40	272.68	354.85
净利润(百万元)	88.16	128.83	171.98	226.08	291.95
增长率(%)	60.71%	46.13%	33.50%	31.46%	29.14%
EPS(元/股)	0.668	0.976	1.303	1.713	2.212
市盈率(P/E)	66.91	45.79	34.30	26.09	20.21
市净率(P/B)	32.86	6.98	6.06	4.92	3.96
EV/EBITDA	28.24	27.20	25.07	18.45	13.32

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

44.69 元

前次评级

无

报告日期

2013-05-30

相对市场表现



分析师:

贺菊颖 S0260511050002



010-59136691



hji@gf.com.cn

相关研究:

联系人:

刘宇恒 010-59136695

liuyuheng@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	217	889	1007	1253	1577
货币资金	179	655	650	867	1173
应收及预付	15	23	70	85	91
存货	23	37	34	48	60
其他流动资产	0	174	254	254	254
非流动资产	24	57	61	73	87
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	11	15	15	15	14
在建工程	1	25	34	45	60
无形资产	12	12	13	13	13
其他长期资产	0	5	0	0	0
资产总计	241	946	1068	1326	1663
流动负债	47	85	90	113	148
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	47	83	90	113	148
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	15	16	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	16	0	0	0
负债合计	62	101	90	113	148
股本	66	88	132	132	132
资本公积	13	572	528	528	528
留存收益	101	185	313	539	831
归属母公司股东权	180	845	973	1199	1491
少数股东权益	0	0	5	14	24
负债和股东权益	241	946	1068	1326	1663

现金流量表

单位: 百万元

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	86	129	59	227	319
净利润	88	129	177	234	303
折旧摊销	2	3	4	4	5
营运资金变动	-4	17	-118	-6	17
其它	0	-20	-4	-6	-5
投资活动现金流	-8	-187	-4	-10	-14
资本支出	-8	-33	-7	-15	-18
投资变动	0	-154	3	5	4
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	535	-60	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-16	0	0
股权融资	0	588	-44	0	0
其他	0	-53	0	0	0
现金净增加额	78	476	-5	217	305
期初现金余额	101	179	655	650	867
期末现金余额	179	655	650	867	1173

主要财务比率

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力(%)					
营业收入增长	30.7	61.9	42.2	32.2	28.9
营业利润增长	69.7	40.6	49.9	30.7	29.4
归属母公司净利润增长	60.7	46.1	33.5	31.5	29.1
获利能力(%)					
毛利率	70.1	70.3	72.2	71.1	71.6
净利率	42.1	38.0	36.8	36.7	36.8
ROE	49.1	15.2	17.7	18.9	19.6
ROIC	-	-	-	-	-
偿债能力					
资产负债率(%)	25.6	10.7	8.4	8.5	8.9
净负债比率	-1.0	-0.8	-0.7	-0.7	-0.8
流动比率	4.63	10.48	11.20	11.08	10.66
速动比率	4.02	9.97	10.74	10.56	10.16
营运能力					
总资产周转率	1.08	0.57	0.48	0.53	0.55
应收账款周转率	27.61	33.53	8.36	9.46	11.76
存货周转率	3.41	3.36	3.97	3.86	3.91
每股指标(元)					
每股收益	0.67	0.98	1.30	1.71	2.21
每股经营现金流	1.30	1.47	0.45	1.72	2.42
每股净资产	1.36	6.40	7.37	9.09	11.30
估值比率					
P/E	66.9	45.8	34.3	26.1	20.2
P/B	32.9	7.0	6.1	4.9	4.0
EV/EBITDA	28.2	27.2	25.1	18.5	13.3

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	209	339	482	638	822
营业成本	63	101	134	184	234
营业税金及附加	2	4	6	7	9
销售费用	35	89	100	130	165
管理费用	14	28	36	48	64
财务费用	-3	-16	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	7	3	5	4
营业利润	99	140	209	274	354
营业外收入	4	11	1	1	1
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	103	150	211	275	355
所得税	15	21	33	40	53
净利润	88	129	177	234	303
少数股东损益	0	0	5	8	11
归属母公司净利润	88	129	172	226	292
EBITDA	98	121	209	273	355
EPS(元)	0.67	0.98	1.30	1.71	2.21

广发医药行业研究小组

- 贺菊颖: 分析师, 复旦大学管理学硕士, 2011年进入广发证券发展研究中心。
- 张其立: 分析师, 清华大学化学工程学硕士, 2012年进入广发证券发展研究中心。联系方式: zql5@gf.com.cn, 010-59136689。
- 吴雅春: 研究助理, 浙江大学内科学博士, 2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wyc2@gf.com.cn, 020-87555888-8404。
- 刘宇恒: 研究助理, 中科院生物化学与分子生物学博士, 2011年进入广发证券发展研究中心。联系方式: liuyuheng@gf.com.cn, 010-59136695。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。