

公司研究/公告点评

2019年01月20日

医药生物/医疗器械 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 10.70
合理价格区间(元): 11.29~12.62

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

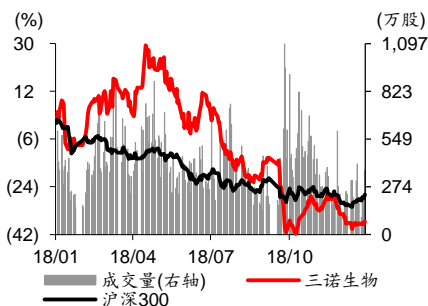
孙昊阳 执业证书编号: S0570518060001
研究员 sunhaoyang@htsc.com

高鹏 021-28972068
联系人 gaopeng@htsc.com

相关研究

- 1 《三诺生物(300298,增持): 调整渠道库存, 三季度业绩承压》2018.10
- 2 《三诺生物(300298,买入): 业绩稳健增长, 符合预期》2018.07
- 3 《三诺生物(300298,买入): 业绩符合预期, 增长稳健》2018.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

调整库存且费用承压, 业绩增长相对平稳

三诺生物(300298)

业绩预告略低于预期

1月18日, 公司发布2018年度业绩预告。公司预计2018全年归母净利润为2.97-3.48亿元, 同比增长15%-35%。若扣除非经常性损益4000-4500万元(三诺健康按公允价值重新计量的股权增值收益2314万元, 其余为政府补助和理财收益等), 我们预计2018年扣非归母净利润增速在3%-26%, 增速略低于预期。我们调整盈利预测, 预计公司18-20年EPS为0.56/0.66/0.75元, 调整目标价至11.29-12.62元, 维持“增持”评级。

去库存拖累业绩, 新产品推广毛利率及费用率承压

我们认为, 公司2018年归母净利润及增速略低于预期主要有如下原因: 1) 去库存拖累业绩。为改善经销商回款, 公司调整销售策略, 于3Q18起清理部分经销商库存, 将库存调节至合理水平, 一定程度影响当期收入; 2) 公司“安稳”系列逐渐升级为“安稳+”系列, 加大对“安稳+”系列血糖监测仪器的投放, 而仪器与试纸条相比毛利率较低, 因此预计对公司整体毛利率造成拖累; 3) 新产品推广费用率承压。公司持续加大对“安稳+”系列、“金系列”等新产品的推广力度, 我们预计2018年销售费用率较高。

内生: 零售端增长相对平稳, 医院端预计快速放量

公司血糖监测业务增长相对平稳, 我们预计全年收入增速约15%, 主要基于: 1) 零售端: 主力仪器“安稳+”系列逐渐替代“安稳”系列, 凭借完善的推广渠道, 零售市场有望稳定放量, 继续巩固行业领头羊地位; 2) 医院端: 公司全系列产线媲美进口, 同时加大对血脂、尿酸等非血糖检测产品的推广力度。当前公司医院端收入体量较小, 仍处于快速放量期。我们预计医院端2018年收入约1亿元, 2019年有望继续保持约50%的高增长。

外延: 整合效果逐渐显现, PTS和Trividia盈利能力改善

随着整合的推进, 公司海外子公司盈利能力逐渐改善: 1) PTS: 于2018年2月起并表, 我们预计PTS在2018年的净利润约4000万元, 贡献并表净利润约3500万元。随着产品在中国市场逐渐放量, 我们预计PTS的净利润2019年有望保持约10%的增长; 2) Trividia: 一次性支出减少, 经营改善。若不考虑母公司心诺健康利息支出的影响(约4000万元), 我们预计Trividia在2018全年亏损约100万美元, 2019年有望实现盈利。

短期业绩承压, 维持“增持”评级

考虑到新产品推广提高销售费用率、低毛利率仪器投放增多造成毛利率承压以及公司短期的去库存调整, 我们调整盈利预测, 预计18-20年归母净利润为3.17/3.75/4.26亿元(原值为3.33/3.91/4.56亿元), 同比增长23%/19%/14%, 当前股价对应18-20年PE估值为19x/16x/14x, 估值较低。考虑到去库存及新产品推广短期业绩承压, 我们给予公司2019年17x-19x的PE估值(可比公司2019年平均PE估值为20x), 调整目标价为11.29-12.62元, 维持“增持”评级。

风险提示: 并购标的整合不及预期, 公司主要产品销售不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	565.31
流通A股(百万股)	371.02
52周内股价区间(元)	9.91-26.74
总市值(百万元)	6,049
总资产(百万元)	2,989
每股净资产(元)	4.51

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	795.84	1,033	1,585	1,824	2,052
+/-%	23.29	29.80	53.46	15.08	12.47
归属母公司净利润(百万元)	115.20	257.97	316.78	375.49	426.34
+/-%	(19.81)	123.94	22.80	18.54	13.54
EPS(元, 最新摊薄)	0.20	0.46	0.56	0.66	0.75
PE(倍)	52.51	23.45	19.09	16.11	14.19

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

估值

图表1: 可比公司估值

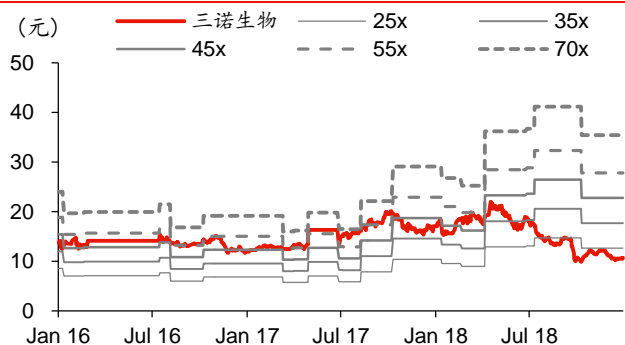
公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	P/E (x)			EPS CAGR (%) 2018-2020E	PEG
			2018E	2019E	2020E		
鱼跃医疗	21.10	212	30	24	20	21.6	1.38
安图生物	50.83	213	38	30	24	26.2	1.44
迈克生物	14.97	84	18	15	11	25.0	0.73
迪瑞医疗	12.57	35	16	12	10	6.0	2.70
透景生命	37.22	34	23	18	13	9.4	2.44
万孚生物	25.75	88	27	18	13	19.0	1.39
基蛋生物	27.76	52	20	15	12	31.7	0.63
艾德生物	39.14	56	44	32	24	35.4	1.24
凯普生物	14.27	26	23	19	15	23.7	0.97
平均	27.07	89	26	20	16	22.0	1.44
三诺生物	10.70	60	19	16	14	17.7	1.08

注: 除鱼跃医疗、安图生物外均采用 Wind 一致性预期; PEG=2018E PE/EPS CAGR (2018-2020E) *100; 定价日是 2019 年 1 月 18 日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

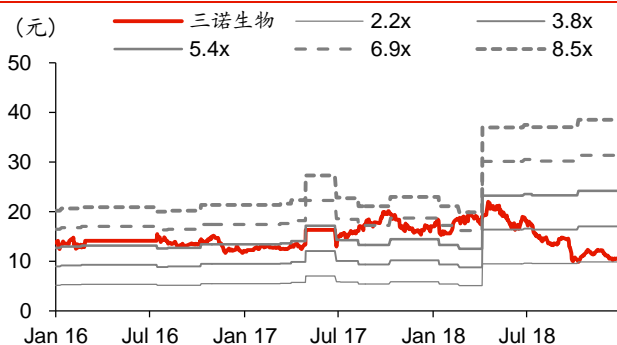
PE/PB - Bands

图表2: 三诺生物历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 三诺生物历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	644.01	779.35	1,871	2,134	2,416
现金	215.79	323.44	1,258	1,453	1,672
应收账款	152.96	149.99	237.96	278.26	317.14
其他应收账款	4.86	3.90	5.99	6.89	7.75
预付账款	13.56	6.77	11.27	12.99	14.42
存货	50.13	64.31	107.04	123.33	136.94
其他流动资产	206.72	230.93	250.98	259.66	267.91
非流动资产	829.50	883.43	1,003	1,144	1,304
长期投资	498.92	479.49	479.49	479.49	479.49
固定投资	235.27	231.59	239.66	243.28	250.03
无形资产	38.00	41.26	38.12	38.54	37.45
其他非流动资产	57.31	131.09	245.65	382.65	536.64
资产总计	1,474	1,663	2,874	3,278	3,719
流动负债	185.44	248.97	393.22	453.64	506.33
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	60.15	63.96	106.47	122.66	136.20
其他流动负债	125.30	185.01	286.75	330.98	370.12
非流动负债	10.24	24.21	24.21	24.21	24.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	10.24	24.21	24.21	24.21	24.21
负债合计	195.68	273.18	417.43	477.86	530.54
少数股东权益	2.60	0.00	(0.03)	(0.05)	(0.08)
股本	338.36	407.32	565.31	565.31	565.31
资本公积	398.65	341.70	928.31	928.31	928.31
留存公积	508.64	645.97	962.75	1,307	1,695
归属母公司股东权益	1,246	1,395	2,456	2,800	3,189
负债和股东权益	1,444	1,668	2,874	3,278	3,719

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	203.42	243.89	324.00	382.55	429.36
净利润	114.88	221.10	247.42	301.13	346.97
折旧摊销	22.15	33.18	34.86	37.13	39.74
财务费用	0.00	0.00	(4.52)	(17.59)	(20.32)
投资损失	84.83	(5.75)	(10.00)	(5.00)	(6.00)
营运资金变动	(8.77)	(53.46)	(9.76)	(3.79)	(6.34)
其他经营现金	(9.66)	48.83	66.00	70.67	75.30
投资活动现金	(302.54)	(103.35)	(144.35)	(173.16)	(193.40)
资本支出	55.47	98.69	151.45	174.29	196.01
长期投资	254.95	12.19	(7.10)	(1.12)	(2.61)
其他投资现金	(7.88)	(7.52)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(100.05)	(111.60)	754.52	(14.09)	(17.23)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	77.32	68.96	158.00	0.00	0.00
资本公积增加	(98.40)	(56.95)	586.61	0.00	0.00
其他筹资现金	(78.97)	(123.61)	9.92	(14.09)	(17.23)
现金净增加额	(199.17)	28.95	934.18	195.30	218.72

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	795.84	1,033	1,585	1,824	2,052
营业成本	285.90	335.79	558.94	643.96	715.07
营业税金及附加	13.47	15.41	23.65	27.22	30.61
营业费用	246.91	290.29	475.59	538.18	605.28
管理费用	94.63	129.89	247.30	279.13	313.92
财务费用	(8.27)	1.17	(4.52)	(17.59)	(20.32)
资产减值损失	5.23	5.63	(3.33)	(3.66)	(4.03)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(84.83)	5.75	10.00	5.00	6.00
营业利润	73.15	260.58	297.66	362.11	417.25
营业外收入	63.99	9.69	9.69	9.69	9.69
营业外支出	0.44	1.98	1.98	1.98	1.98
利润总额	136.70	268.28	305.36	369.82	424.96
所得税	21.82	47.19	57.95	68.69	77.99
净利润	114.88	221.10	247.42	301.13	346.97
少数股东损益	(0.70)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	(0.03)
归属母公司净利润	115.20	257.97	316.78	375.49	426.34
EBITDA	176.66	293.40	313.31	371.16	424.38
EPS (元, 基本)	0.20	0.46	0.56	0.66	0.75

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	23.29	29.80	53.46	15.08	12.47
营业利润	(47.28)	308.70	23.39	18.93	13.78
归属母公司净利润	(19.81)	123.94	22.80	18.54	13.54
获利能力 (%)					
毛利率	64.08	67.49	64.74	64.70	65.15
净利率	14.48	24.97	19.98	20.58	20.78
ROE	9.17	19.36	16.47	14.29	14.24
ROIC	13.66	20.15	19.59	20.99	21.57
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.28	16.43	14.53	14.58	14.26
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.47	3.13	4.76	4.70	4.77
速动比率	3.20	2.87	4.49	4.43	4.50
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.66	0.70	0.59	0.59
应收账款周转率	6.87	6.82	8.17	7.07	6.89
应付账款周转率	6.10	5.41	6.56	5.62	5.52
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.46	0.56	0.66	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.43	0.57	0.68	0.76
每股净资产(最新摊薄)	2.26	2.46	4.35	4.95	5.64
估值比率					
PE (倍)	52.51	23.45	19.09	16.11	14.19
PB (倍)	4.74	4.35	2.46	2.16	1.90
EV_EBITDA (倍)	34.24	20.62	19.31	16.30	14.25

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com