医疗器械Ⅲ

署名人：周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人：王威

S0960110110052

0755-82026824

wangwei5@cjis.cn

6－12 个月目标价： 41

当前股价： 34.37

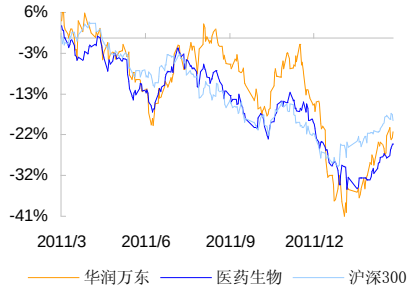
评级调整： 首次评级

基本资料

上证综合指数	2404.74
总股本(百万)	88
流通股本(百万)	17
流通市值(亿)	
EPS	1.34
每股净资产（元）	2.72
资产负债率	25.57%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
三诺生物			
医药生物	3.70	-0.76	-12.48
沪深 300 指数	2.52	7.84	-5.40



相关报告

三诺生物 300298 推荐

估值不贵，有望享受行业高增长和集中度提升的双重驱动

公司上市首日上涨18.52%，涨幅不大，跟近期政策抑制炒新有较大关系，给二级市场提供了较好的买入时机。

投资要点：

- **血糖监测系统领域市场巨大且增速快。**我国糖尿病患者近亿人，产品渗透率仅 8%，远落后于发达国家 90%的水平。目前国内市场规模超过 30 亿元，预计未来五年年复合增速将高达 25%。公司 11 年收入 2.09 亿，为国内品牌龙头，市场份额约 5-10%，强生和罗氏等外资品牌占据 70%以上市场份额，国产品牌以高性价比产品继续实现进口替代将是大势所趋。**公司有望享受行业高增长和集中度提升的双重驱动；**
- **技术壁垒较高，公司产品久经市场考验。**公司产品有 3 代(04 年 SXT-1，07 年针对 OTC 的安稳，08 年针对医院的安准），第 2 代安稳产品贡献绝大部分业绩，久经市场考验且性能稳定；公司目前专注于 OTC 市场。血糖检测系统与电子血压计等相比，技术壁垒高很多，大规模生产血糖试纸的稳定性和一致性对新进入者是较大考验，公司具备产品的先发优势；
- **上市解决了制约业绩爆发的市场和渠道瓶颈。**公司产品性能稳定，制约业绩爆发的瓶颈（市场和渠道）在上市后将得到明显改善，因为：1）品牌提升。公司居国内品牌前 2，上市之后消费者对品牌认同度进一步提升；2）加强渠道建设。募投项目之一为营销网络建设（投入 5586 万），计划在 28 个城市以及相应销售区域建立营销管理信息系统（新增 ERP 系统等）和客户服务中心，并在销售终端投放销售专柜，加强销售覆盖能力、客户服务能力以及提升公司产品品牌形象。 **另外，海外市场可能超预期。**
- **首次推荐评级。**我们预测公司 12-13 年 EPS 为 1.37、1.77 元，对应 12 年和 13 年的 PE 为 25 倍和 19.41 倍；考虑到行业前景向好，公司竞争力较强且海外市场有可能超预期，首次推荐评级，按 12 年 30 倍 PE 给予 6-12 个月目标价 41 元。
- **风险提示：竞争加剧致毛利率下行风险**

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	209	275	366	461
收入同比(%)	31%	31%	33%	26%
归属母公司净利润	88	120	156	194
净利润同比(%)	61%	37%	29%	25%
毛利率(%)	70.1%	69.5%	68.9%	68.4%
ROE(%)	49.1%	13.3%	14.7%	15.4%
每股收益(元)	1.00	1.37	1.77	2.20
P/E	34.31	25.13	19.45	15.60
P/B	16.85	3.34	2.85	2.41
EV/EBITDA	29	21	15	11

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	217	854	940	1139
现金	179	807	875	1057
应收账款	6	12	13	18
其他应收款	3	3	5	6
预付账款	6	6	9	12
存货	23	25	38	46
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	24	123	204	212
长期投资	0	0	0	0
固定资产	11	111	192	200
无形资产	11	11	11	11
其他非流动资产	2	1	1	1
资产总计	241	976	1144	1351
流动负债	47	57	69	82
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3	6	7	9
其他流动负债	44	51	62	73
非流动负债	15	14	14	14
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	14	14	14
负债合计	62	70	83	96
少数股东权益	0	0	0	0
股本	66	88	88	88
资本公积	13	597	597	597
留存收益	101	221	376	570
归属母公司股东权益	180	906	1062	1255
负债和股东权益	241	976	1144	1351

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	86	119	164	217
净利润	88	120	156	194
折旧摊销	2	11	29	42
财务费用	-3	-13	-13	-15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-4	1	-7	-3
其他经营现金流	3	-1	0	0
投资活动现金流	-8	-110	-110	-50
资本支出	8	110	110	50
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	0	619	13	15
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	22	0	0
资本公积增加	0	584	0	0
其他筹资现金流	0	13	13	15
现金净增加额	78	628	68	183

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	209	275	366	461
营业成本	63	84	114	146
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	35	45	59	72
管理费用	14	19	26	32
财务费用	-3	-13	-13	-15
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	99	136	178	222
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	103	141	182	226
所得税	15	20	26	32
净利润	88	120	156	194
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	88	120	156	194
EBITDA	98	134	193	249
EPS（元）	1.34	1.37	1.77	2.20

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.7%	31.5%	33.0%	26.0%
营业利润	69.7%	37.3%	30.3%	25.1%
归属于母公司净利润	60.7%	36.5%	29.2%	24.6%
获利能力				
毛利率	70.1%	69.5%	68.9%	68.4%
净利率	42.1%	43.7%	42.5%	42.0%
ROE	49.1%	13.3%	14.7%	15.4%
ROIC	597.1	94.6%	70.3%	84.0%
偿债能力				
资产负债率	25.6%	7.2%	7.2%	7.1%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.63	15.02	13.69	13.87
速动比率	4.14	14.57	13.14	13.31
营运能力				
总资产周转率	1.08	0.45	0.35	0.37
应收账款周转率	28	30	29	29
应付账款周转率	15.30	18.65	18.01	17.93
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.37	1.77	2.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.35	1.87	2.47
每股净资产(最新摊薄)	2.04	10.30	12.06	14.27
估值比率				
P/E	34.31	25.13	19.45	15.60
P/B	16.85	3.34	2.85	2.41
EV/EBITDA	29	21	15	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉： 2007——2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名; 2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师; 团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号(证券行业唯一一个);

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作;

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究;

余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究;

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434