

三诺生物 (300298.SZ) 生物技术行业

评级：持有 维持评级

公司研究简报

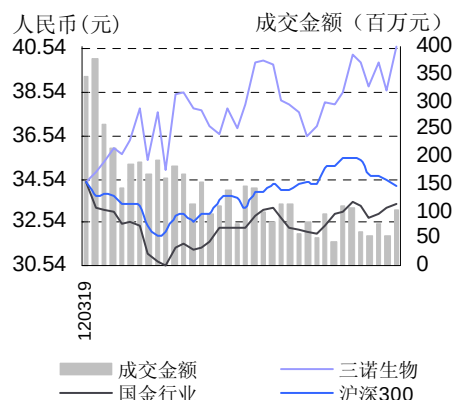
市价(人民币)：40.66元

占领血糖监测低端市场；

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	17.60
总市值(百万元)	3,578.08
年内股价最高最低(元)	40.66/29.00
沪深300指数	2901.22



相关报告

1.《致力血糖监测的优势企业；》，2012.3.18

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.831	1.336	1.310	1.695	2.132
每股净资产(元)	1.38	2.72	10.47	12.04	14.04
每股经营性现金流(元)	1.02	1.30	1.42	1.90	2.41
市盈率(倍)	N/A	N/A	31.03	23.98	19.07
行业优化市盈率(倍)	69.60	33.04	28.62	28.62	28.62
净利润增长率(%)	110.40%	60.71%	30.79%	29.39%	25.74%
净资产收益率(%)	60.05%	49.11%	12.51%	14.09%	15.19%
总股本(百万股)	66.00	66.00	88.00	88.00	88.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **致力血糖监测系统的优势企业，产品性价比最优：**公司是国内领先的血糖监测系统生产企业之一，目前主要产品为血糖仪及配套血糖监测试条，公司采取低价仪器抢占市场，配套试条赚取利润的盈利模式，在低端市场公司占有率很高；
- **血糖监测渗透率很低，市场潜力巨大：**我国血糖监测系统尚处于市场培育期。我国糖尿病患者中仅 10%的城市患者拥有自己的血糖监测系统，农村不足 3%，与欧美发达国家 90%以上的渗透率相差甚远；2010 年，国内血糖监测产品市场规模已超过 30 亿元，预计未来五年血糖仪渗透率将提升至 23%，年复合增速达到 24%。；
- **加大市场推广力度，保持市场占有率：**今年市场推广的人数将增加 100 人，整个销售服务的人员将达到 300 人。2011 年公司的经销商总共有 1200 多家，今年还将会扩大经销商的数量；
- **出口市场值得关注：**古巴、委内瑞拉等公费医疗的国家，血糖监测主要在社区使用，并且使用频繁。在不新增仪器的情况下，每年会为公司新增 6000-7000 万支试纸，产品占当地 70-80%份额。墨西哥市场已经拿到注册证，今年将进行市场开拓。今年一季度出口占比较高，主要是给古巴的公司进行贴牌，全年出口订单会在 6 月底前确定。

投资建议

- 公司是国内领先的血糖监测系统生产企业之一，公司的高性价比在低端市场占有率很高。血糖监测市场空间巨大，公司所处行业景气，能够享受行业成长所带来的较高增长。

估值

- 我们预计 2012-2013 年 EPS 分别为 1.31 元、1.695 元和 2.132 元，目前股价对应 2012 年 PE31 倍，估值较高，给予“持有”投资评级。

风险

- 产品单一，抗风险能力不足。
- 产品降价的风险。
- 随着国内其他竞争对手的加入，竞争加剧后市场拓展仍需观察。

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

叶苏 联系人
(8621)60753906
yesu@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

国内血糖监测系统优秀企业之一	3
低价仪器占市场,配套试纸赚利润	3
我国血糖监测系统市场潜力巨大	4
糖尿病患者存量市场大	4
我国血糖监测系统渗透率很低,尚处于市场培育期	4
公司产品具备高性价比,国产品牌中市场占有率高	5
出口市场值得关注	6
投资建议与盈利预测	6
附录: 三张报表预测摘要	8

图表目录

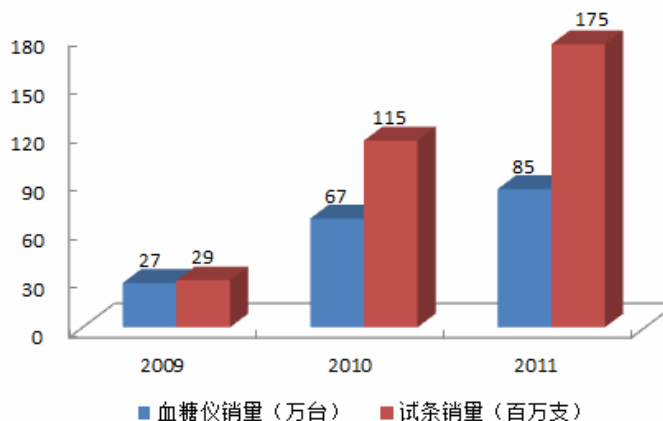
图表 1: 血糖仪和试条销售额高速增长,销售额匹配	3
图表 2: 试条销售收入占比逐步提高	3
图表 3: 主营业务收入显著增长	3
图表 4: 净利润逐步提升	3
图表 5: 试条毛利占比逐步提高	4
图表 6: 综合毛利率缓慢提升	4
图表 7: 我国血糖监测系统市场容量预测	5
图表 8: 公司占国内血糖仪市场份额的 8%	5
图表 9: 公司血糖监测系统性价比高	6

国内血糖监测系统优秀企业之一

低价仪器占市场,配套试纸赚利润

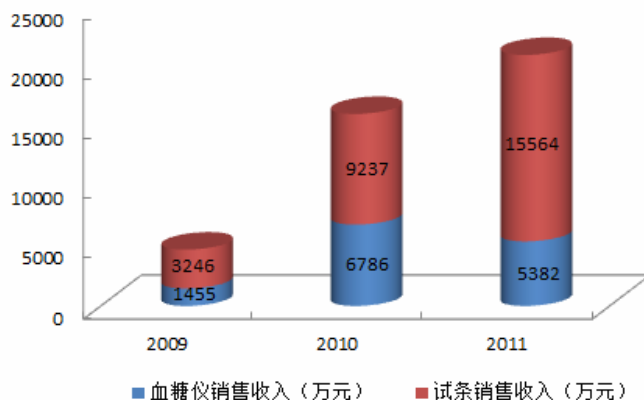
- 公司是国内领先的两家血糖监测系统生产企业之一,目前主要产品为血糖仪及配套血糖监测试条,2009-2011年,主营业务收入从6953万增长到2.09亿,复合增长率达73.57%,净利润复合增长率达83.87%。试条毛利占比从50%提高到85%,虽然低价策略使得血糖仪的毛利率从64%降低到41%,但试条毛利率从68%提高到80%,综合毛利率也由67%提高到70%。
- 公司采取低价仪器抢占市场,配套试条赚取利润的盈利模式。原因在于,血糖测试仪与试条需要品牌和型号相匹配。不考虑仪器更新换代,每销售一台仪器,对应每年约100支试条的销量。

图表1: 血糖仪和试条销售额高速增长,销售额匹配

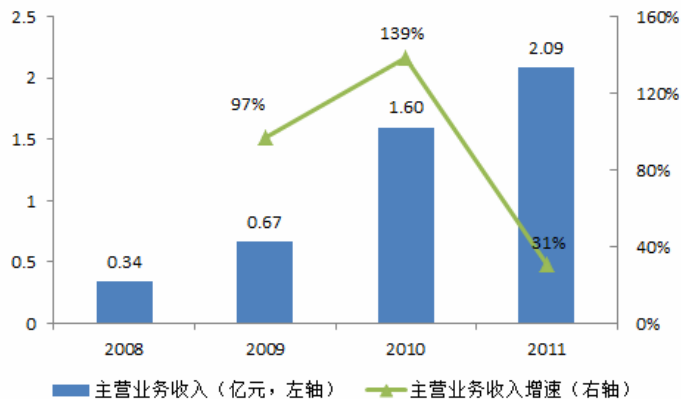


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表2: 试条销售收入占比逐步提高

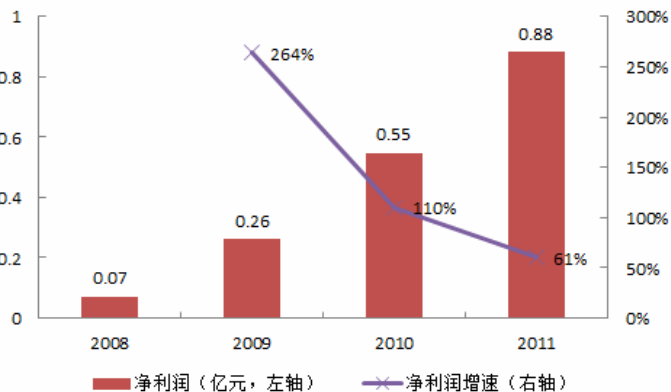


图表3: 主营业务收入显著增长

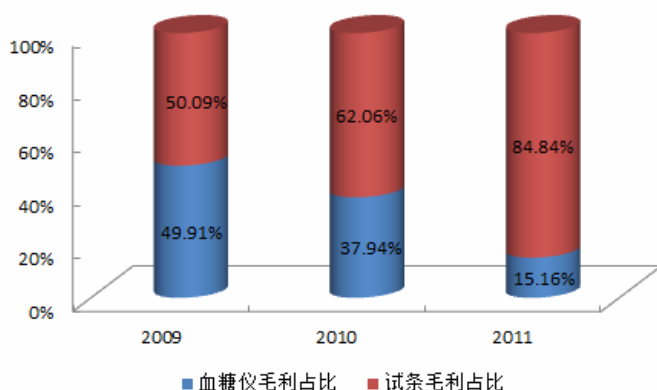


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表4: 净利润逐步提升

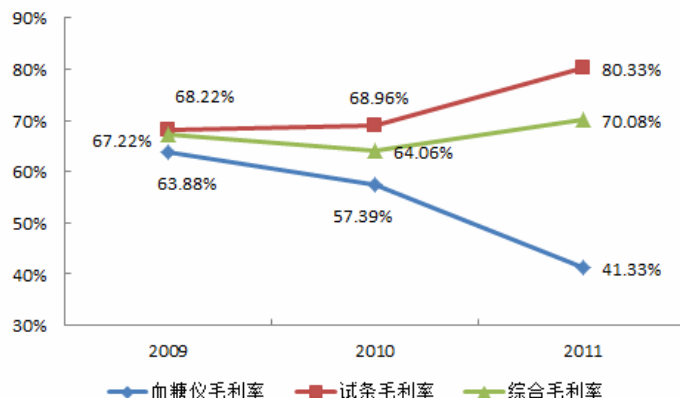


图表5：试条毛利占比逐步提高



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表6：综合毛利率缓慢提升



我国血糖监测系统市场潜力巨大

糖尿病患者存量市场大

- 近 30 年来，我国糖尿病患病率显著增加。2002 年，全国营养调查同时调查了糖尿病的流行情况，在 18 岁以上的人口中，城市糖尿病的患病率为 4.5%，农村为 1.8%。
- 2010 年世界权威医学杂志《新英格兰医学杂志》发表了中华医学会糖尿病学分会“中国糖尿病和代谢综合症研究组”关于我国糖尿病患病率最新调查结果。结果显示 2008 年，我国 20 岁以上人群中男性和女性糖尿病的患病率已分别达 10.6% 和 8.8%，总体患病率已达 9.7%，同期糖尿病前期糖耐量异常（IGT）的患病率高达 15.5%。
- 目前，我国每天新增糖尿病患者约 3,000 余例，每年大约增加 120 万例糖尿病患者，成年人糖尿病患者 9,240 万人，其中农村 4,310 万人，城市 4,930 万人，糖尿病前期人数高达 1.48 亿人。我国已超过印度成为糖尿病患者人数最多的国家。
- 糖尿病是一种无法治愈的疾病，但是可以通过形成规律的生活习惯和饮食习惯、按时按量摄取食物，及时检测有效血糖浓度来控制并发症的发生。能够让患者迅速、便利、准确的监测自身的血糖水平是治疗糖尿病的基础。血糖监测系统在欧美国家广泛使用，在糖尿病患者中的普及率达到 90% 以上。
- 病情稳定且已经达到血糖控制目标的患者可每周监测 1-2 次，病情危重者或血糖控制差的患者应每天监测 4-7 次，使用胰岛素治疗者或刚开始治疗者应每天监测 5 次以上，使用口服药物的患者在血糖达标后仍应每周监测 2-4 次。

我国血糖监测系统渗透率很低，尚处于市场培育期

- 在我国血糖监测系统尚处于市场培育期。据公司推测，我国糖尿病患者中，约有 10% 的城市患者拥有自己的血糖监测系统，农村不足 3%，与欧美发达国家 90% 以上的渗透率相差甚远。
- 2010 年，国内血糖监测产品市场规模已超过 30 亿元。随着血糖测试仪渗透率的提升，无论是血糖测试仪还是配套试条市场容量都非常广阔，不考虑新增糖尿病患者和糖耐量受损人群的需求，预计未来五年，血糖仪渗透率将提升至 23%，年复合增速达到 24%。

图表7：我国血糖监测系统市场容量预测

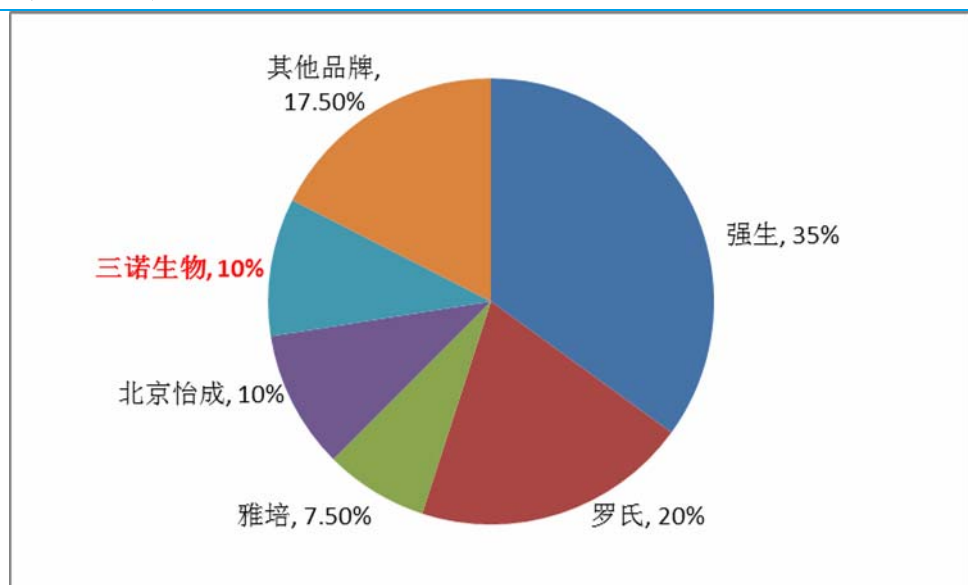
区域	当前市场容量				未来5年市场容量预测		
	患者人数 (万人)	持血糖仪人数 (万人)	血糖仪 渗透率	试条消耗量 (亿支)	血糖仪 渗透率	新增血糖仪 数量(万台)	试条消耗量 (亿支)
城市	4930	493	10.00%	4.93	30.00%	986	14.79
农村	4310	129.3	3.00%	1.29	15.00%	216	6.47
合计	9240	622.3	6.73%	6.22	23.00%	1202	21.26

来源：招股说明书，国金证券研究所

公司产品具备高性价比，国产品牌中市场占有率高

- 目前血糖监测产品仍以外资品牌为主。进口品牌在医院市场具备显著优势。在专业市场中，进口品牌由于进入时间早、品牌优势强；尤其是大型医院和高等级医院中，进口品牌相对国内品牌，具有更高的市场占有率。血糖仪目前主要竞争格局为外资占主导（70%份额），国产品牌三诺、怡成各10%左右的份额。
- 公司的产品从测试范围、准确性等方面与外资品牌差异不大，反应时间略长，但由于消费者对于家用的日常监测产品的测试时间并不敏感，公司在几大血糖仪生产厂家中定价最低，具有最高的性价比。
- 继续加大市场推广力度，提升市场占有率。今年市场推广的人数将增加100人，整个销售服务的人员将达到300人。2011年公司的经销商总共有1200多家，今年还将会扩大经销商的数量。

图表8：公司产品约占国内血糖仪市场份额的10%



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表9：公司血糖监测系统性价比高

生产厂家	型号	测试范围	测试时间	用血量 (μ L)	记忆条	亚马逊零售 价格（元）	备注
强生	倍优	1.1-33.3	5	1	600	759	单机
强生	倍易	1.1-33.3	5	1	500	399	单机
罗氏	活力型	0.6-33.3	5	1	350	399	含50条试纸
罗氏	卓越型	0.6-33.3	5	0.6	500	898	含100条试纸
雅培	利舒坦	1.1-27.8	7	0.3	250	650	含50条试纸
怡成	超越JPS5	2.2-27.8	30	1.5	10	337	含50条试纸
怡成	超越JPS7	1.7-27.8	20	1.5	256	288	含40条试纸
鱼跃		1.1-33.3	8	1	250	200元左右	含50条试纸
三诺	安稳型	2.2-27.8	25	3	220	150	含50条试纸

来源：卓越亚马逊，国金证券研究所

出口市场值得关注

- 2011 年内销收入为 1.86 亿，市场份额约为 8%。部分产品通过 OEM 出口拉美市场 2435 万，占总收入的 12%。
- 古巴、委内瑞拉等公费医疗的国家，血糖监测主要在社区使用，并且使用频繁。在不新增仪器的情况下，每年会为公司新增 6000-7000 万支试纸，产品占当地 70-80% 份额。墨西哥市场已经达到注册证，今年将进行市场开拓。今年一季度出口占比较高，主要是给古巴的公司进行贴牌，全年出口订单会在 6 月底前确定。

投资建议与盈利预测

- 公司是国内领先的血糖监测系统生产企业之一，目前主要产品为血糖仪及配套血糖监测试条，公司采取低价仪器抢占市场，配套试条赚取利润的盈利模式，在低端市场公司占有率很高。血糖监测市场空间巨大，公司所处行业景气，能够享受行业成长所带来的较高增长。
- 我们预计 2012-2013 年 EPS 分别为 1.31 元、1.695 元和 2.132 元，目前股价对应 2012 年 PE31 倍，估值较高，给予“持有”投资评级。

图表10：盈利预测拆分

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
血糖仪						
平均售价（元）	132.46	125.12	63.98	50	45	38
销售数量（万台）	24	41	79	100	130	160
销售收入（百万元）	32	51	51	50	59	61
试纸						
平均售价（元）	1.18	1.1	0.97	0.95	0.9	0.85
销售数量（百万条）	26	44	138	190	270	420
销售收入（百万元）	30.68	48.4	133.86	180.5	243	357
增长率		57.76%	176.57%	34.84%	34.63%	46.91%
外销						
销售收入	4	60	24	43	65	80
其他						
其他	0	0	0	8	10	12
收入合计	66	160	208	282	377	510
增速		140.26%	30.50%	35.07%	33.75%	35.41%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	70	160	209	282	377	510	货币资金	42	101	179	814	886	1,028
增长率		130.4%	30.7%	34.5%	33.7%	35.4%	应收款项	7	10	10	14	19	25
主营业务成本	-23	-58	-63	-90	-124	-179	存货	5	14	23	25	34	49
% 销售收入	32.8%	35.9%	29.9%	32.0%	33.0%	35.0%	其他流动资产	2	4	6	9	12	16
毛利	47	103	147	192	252	331	流动资产	57	129	217	862	951	1,119
% 销售收入	67.2%	64.1%	70.1%	68.0%	67.0%	65.0%	% 总资产	79.5%	87.9%	90.1%	86.4%	82.2%	81.9%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-4	-5	长期投资	0	0	0	1	0	0
% 销售收入	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	5	7	12	106	167	201
营业费用	-14	-31	-35	-48	-62	-84	% 总资产	7.6%	4.7%	4.9%	10.7%	14.4%	14.7%
% 销售收入	19.6%	19.6%	16.5%	17.0%	16.5%	16.5%	无形资产	9	10	12	26	37	44
管理费用	-9	-12	-14	-20	-24	-33	非流动资产	15	18	24	135	206	248
% 销售收入	12.5%	7.5%	6.8%	7.0%	6.5%	6.4%	% 总资产	20.5%	12.1%	9.9%	13.6%	17.8%	18.1%
息税前利润 (EBIT)	23	57	96	121	162	209	资产总计	71	146	241	997	1,157	1,367
% 销售收入	33.7%	35.8%	45.7%	42.9%	42.9%	41.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	1	3	10	9	6	应付款项	12	24	31	42	56	77
% 销售收入	0.0%	-0.8%	-1.6%	-3.6%	-2.3%	-1.2%	其他流动负债	7	20	18	34	41	53
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	19	44	49	76	98	130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	11	11	13	0	0	0
% 税前利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	30	55	62	76	98	131
营业利润	24	59	99	131	170	215	普通股股东权益	41	91	180	921	1,059	1,235
营业利润率	34.0%	36.5%	47.4%	46.5%	45.3%	42.2%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	5	5	4	3	3	3	负债股东权益合计	71	146	241	997	1,157	1,367
税前利润	29	63	103	134	173	218	比率分析						
利润率	41.4%	39.4%	49.1%	47.6%	46.0%	42.8%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-3	-8	-15	-19	-24	-31	每股指标						
所得税率	9.3%	13.2%	14.3%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	5.215	0.831	1.336	1.310	1.695	2.132
净利润	26	55	88	115	149	188	每股净资产	8.299	1.384	2.720	10.470	12.036	14.038
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	8.605	1.016	1.302	1.423	1.895	2.415
归属于母公司的净利润	26	55	88	115	149	188	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	37.5%	34.2%	42.1%	40.9%	39.6%	36.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	62.84%	60.05%	49.11%	12.51%	14.09%	15.19%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	36.59%	37.46%	36.55%	11.57%	12.90%	13.73%
净利润	26	55	88	115	149	188	投入资本收益率	51.21%	54.57%	45.73%	11.29%	13.13%	14.56%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1	2	2	7	15	21	主营业务收入增长率	96.95%	130.45%	30.73%	34.51%	33.72%	35.38%
非经营收益	0	-1	0	-4	-3	-3	EBIT增长率	375.39%	144.98%	66.89%	26.19%	33.74%	29.41%
营运资金变动	16	11	-4	7	5	7	净利润增长率	263.77%	110.40%	60.71%	30.79%	29.39%	25.74%
经营活动现金净流	43	67	86	125	167	213	总资产增长率	142.87%	105.50%	64.70%	313.36%	16.05%	18.12%
资本开支	-10	-4	-8	-114	-83	-60	资产管理能力						
投资	0	1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	33.9	16.9	13.2	15.0	15.0	15.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	54.8	60.4	106.9	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-10	-3	-8	-115	-83	-60	应付账款周转天数	52.9	28.3	23.9	25.0	25.0	25.0
股权募资	0	9	0	638	0	0	固定资产周转天数	28.3	15.8	19.2	70.7	77.5	60.5
债权募资	0	0	0	-13	0	1	偿债能力						
其他	-2	-14	0	0	-11	-11	净负债/股东权益	-102.23%	-111.00%	-99.69%	-88.32%	-83.66%	-83.15%
筹资活动现金净流	-2	-5	0	625	-11	-10	EBIT利息保障倍数	-1,061.8	-47.6	-28.1	-11.8	-18.4	-35.4
现金净流量	32	59	78	635	72	142	资产负债率	41.77%	37.62%	25.57%	7.58%	8.45%	9.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	2	2	2
买入	0	0	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.25	1.29	1.30

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B