医疗器械

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： 63.00 元

当前股价： 49.11 元

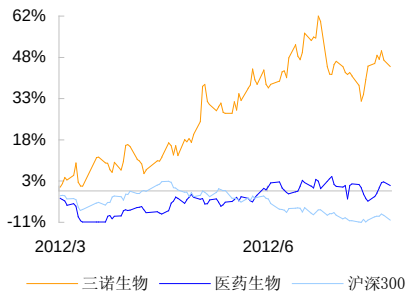
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2136.08
总股本(百万)	88
流通股本(百万)	22
流通市值(亿)	10
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	-6.64	28.29	49.71
医药生物	1.56	9.90	15.30
沪深 300 指数	-0.67	-9.70	-5.12



相关报告

三诺生物－1 季报业绩超预期，高增长将延续 2012-04-24

三诺生物－估值不贵，有望享受行业高增长和集中度提升的双重驱动 2012-03-20

三诺生物 300298 推荐

中报符合预期，处在高增长通道

公司8月13日晚公布了半年报：收入16363万，同比增67.56%；净利润6001万，同比增60.87%；eps元0.68元，符合市场预期。

投资要点：

- **中报业绩符合市场预期。**营业收入 16364 万，同比增长 67.56%；利润总额 7071 万，同比增长 44.14%；实现归属于上市公司股东净利润 6001 万元，同比增长 60.87%；扣除所得税率影响之后，净利润同比增长 45.7%，符合市场预期；
- **试条收入高增长且毛利率提升，测试仪毛利率大幅下降。**试条销售额 13232 万，同比大增 92.13%，占收入比重由去年同期 70.53%增长到 81.78%；试条毛利率由于规模效应和精细化成本控制提升 6.37 个百分点至 81.54%。测试仪收入 2949 万（同比增 2.46%），毛利率大幅下降 79.19%，是公司主动降低价格快速抢占市场所致，符合公司“有仪器、有未来”的发展理念和“存量仪器增长+持续试条销售”的盈利模式，中期仪器销售近 70 万台（去年全年 79 万台），全年至少 120 万台；
- **营销渠道在快速加强。**公司去年底销售人员约 190 人，上市之后迅速扩张，已经超过 300 人，销售渠道进一步下沉且细化了区域市场覆盖。人员扩张和市场推广导致营业费用率上升到 20.99%，全年营业费的增加能够被超募资金利息收入弥补，不会拖累全年业绩。预计 13-14 年，销售人员数量不会再显著增加，费用率会相对稳定；
- **国内季度环比高增长，海外市场全年大局已定。**国内市场上半年 12970 万，同比增 53.53%；二季度国内收入 7421 万，环比增 33.7%。海外市场 1 季度收入 3211 万（同比增 143.75%，主要系 2011 年部分出口于 1 季度确认），加上 5 月 17 日晚公告 TISA 公司两笔订单（合计 3712 万），12 年全年海外市场收入有望近 7000 万。除古巴和委内瑞拉外,巴基斯坦和墨西哥等地近 1-2 年取得突破可能性较大；
- **维持推荐的投资评级。**上调 12-14 年业绩至 1.48（维持）、2.09 元（原 2.00）、2.82 元（原 2.62），对应 12 年和 13 年的 PE 为 33.5 倍和 23.8 倍；考虑到行业空间有 10 倍以上，公司竞争力强，维持推荐评级，上调 12 个月目标价到 63 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	330	448	589
收入同比(%)	31%	58%	36%	32%
归属母公司净利润	88	130	184	248
净利润同比(%)	61%	48%	41%	35%
毛利率(%)	70.1%	69.6%	70.7%	71.8%
ROE(%)	49.1%	14.8%	17.2%	18.8%
每股收益(元)	1.00	1.48	2.09	2.82
P/E	49.61	33.53	23.83	17.65
P/B	24.36	4.95	4.10	3.33
EV/EBITDA	43	30	21	15

资料来源：中投证券研究所

一、财务数据解读：收入、费用、利润快速增长

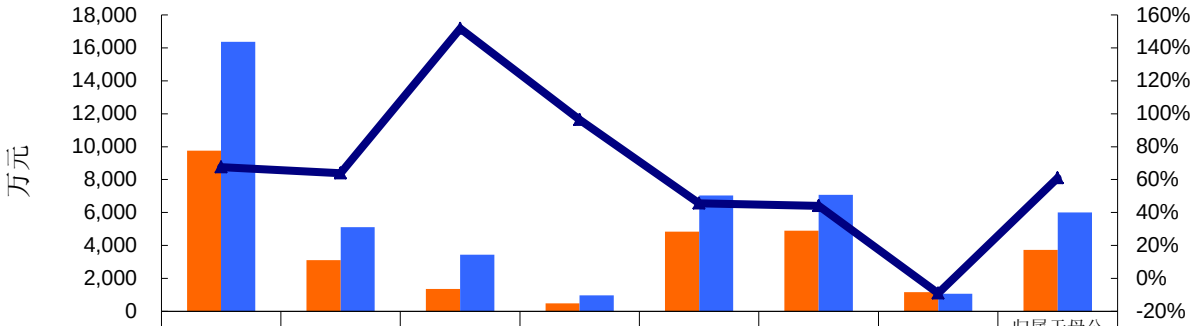
收入和费用快速增长：公司实现营业收入 16364 万元，同比增长 67.56%；营业利润（增长 45.7%）低于收入增长，与营业费用和管理费用快速增长有关（分别增长 151.7%和 96.4%）。

管理费用跟上市相关费用有关；营业费用高增长跟销售人员增加以及市场推广等有关系（销售人员从 11 年底的近 190 人增加到目前的 300 人左右，预计 13-14 年销售人员不会再大规模增加）；

净利润增速快于营业利润和利润总额增速，主要是因为 11 年上半年的所得税率是 25%所致（11 年全年和 12 年上半年的税率是 15%）；扣除所得税率影响之后，净利润同比增长 45.7%。

规模效应和精细化的成本控制致毛利率还略有上升：在公司主动大幅下调测试仪价格抢占市场的情况下（均价 40 元左右，毛利率同比下降 79.19%），公司整体的毛利率还略有提升（从去年同期 68.09%提升到 68.87%），主要是因为试条的毛利率提升了 6.37 个百分点（达到 81.54%），是规模效应和精细化的成本控制所致。

图 1：三诺生物 12 年中期主要盈利性指标变化



	营业收入	营业成本	营业费用	管理费用	营业利润	利润总额	所得税	归属于母公司净利
2011年1H	9765.74	3115.84	1364.38	491.24	4836.21	4905.6	1175	3730.6
2012年1H	16363.58	5108.37	3434.36	964.58	7044.7	7070.77	1069.27	6001.5
同比增幅	67.6%	63.9%	151.7%	96.4%	45.7%	44.1%	-9.0%	60.9%

资料来源：公司公告　中投证券研究总部

表 1：三诺生物季度盈利性数据

财务指标(万)	11 年 1Q	11 年 2Q	12 年 1Q	12 年 2Q	2Q 环比	2Q 同比
营业总收入	5204	4562	8761	7603	-13.22%	66.66%
营业成本	1679	1437	2825	2283	-19.19%	58.93%
营业费用	856	508	1732	1702	-1.73%	235.10%
管理费用	338	153	542	423	-22.00%	176.70%
财务费用	-70	-103	-244	-209	-14.45%	102.30%
营业利润	2361	2475	3785	3260	-13.89%	31.70%
利润总额	2399	2507	3867	3204	-17.16%	27.81%
所得税	360	815	580	489	-15.67%	-39.99%
归属于母公司净利润	2039	1691	3287	2714	-17.42%	60.48%
EPS	0.23	0.19	0.37	0.31	-17.42%	60.48%
毛利率	0.68	0.69	0.68	0.70	2.22%	1.46%
营业费用率	0.16	0.11	0.20	0.22	2.62%	11.25%
管理费用率	0.07	0.03	0.06	0.06	-0.63%	2.21%
营业利润率	0.45	0.54	0.43	0.43	-0.33%	-11.38%
实际所得税率	0.15	0.33	0.15	0.15	0.27%	-17.25%

资料来源：公司公告　　中投证券研究总部

2 季度收入环比下降 13.22%，主要是 1 季度有 3000 万左右的海外市场收入；如仅考虑国内市场，则 2 季度收入环比增 33.7%；

2 季度管理费用同比大幅增加 176.7%，跟上市相关费用有关；

2 季度营业费用同比大幅增长 235%，跟公司销售人员大幅增加（从 11 年底约 190 增加到目前近 300 人）和市场推广费用有关；

2 季度财务费用同比大增 102.3%，跟上市募集资金利息有关；

2 季度所得税同比下降 39.99%，主要是因为 11 年上半年的税率是 25%，而 12 年上半年的税率是 15%。

二、分业务预测

表 2：三诺生物分业务预测

项目			2011A	2012E	2013E	2014E
试条	内销	收入（百万）	133.86	204.93	303.52	410.11
		增长率	176.57%	53.09%	48.11%	35.12%
		毛利率	81.44%	83.33%	83.14%	83.13%
	外销	收入（百万）	21.24	67.97	67.97	81.56
		增长率	-52.42%	220.00%	0.00%	20.00%
		毛利率	69.49%	74.58%	75.42%	76.27%
机器	内销	收入（百万）	50.54	49.30	62.44	72.96
		增长率	-1.47%	-2.47%	26.67%	16.84%
		毛利率	42.20%	8.97%	9.21%	9.46%
	外销	收入（百万）	3.03	3.00	3.74	4.56
		增长率	-81.39%	-1.09%	24.80%	21.88%
		毛利率	26.84%	29.00%	28.13%	25.56%
新产品		收入（百万）		5	10	20
		增长率			100.00%	100.00%
		毛利率		60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：中投证券研究总部

三、 投资建议

血糖监测市场行业空间在10倍以上,且OTC市场行业增速有望达到30%;公司试条品质稳定，性价比非常高，且上市之后品牌和渠道都大幅增强，未来2-3年将处于高速增长通道中。

我们预测12年收入增速近60%，而利润增速48%，利润增速低于收入增速主要是有几个原因：1.血糖仪价格大幅下降；2.销售人员的大幅增加；3.上市费用。 这三个非经常性因素在13-14年不会出现,所以13-14年利润的增速基本能与收入的增速相匹配。

考虑到公司发展的良好势头，我们上调12-14年业绩至1.48（维持）、2.09（原2.00）、2.82元（原2.62），对应12年和13年的PE为33.5倍和23.8倍，上调12个月目标价到63元。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	217	830	926	1155
现金	179	774	849	1058
应收账款	6	14	16	23
其他应收款	3	4	6	7
预付账款	6	8	11	13
存货	23	30	44	53
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	24	131	234	272
长期投资	0	0	0	0
固定资产	11	64	139	194
无形资产	11	11	11	11
其他非流动资产	2	56	83	67
资产总计	241	961	1160	1426
流动负债	47	64	79	98
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3	7	8	11
其他流动负债	44	57	71	88
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	78	93	112
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	198	382	629
归属母公司股东权益	180	883	1067	1314
负债和股东权益	241	961	1160	1426

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	86	118	167	238
净利润	88	130	184	248
折旧摊销	2	3	7	12
财务费用	-3	-14	-18	-21
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-4	-1	-6	-1
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	587	18	21
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	-19	18	21
现金净增加额	78	595	75	209

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	209	330	448	589
营业成本	63	100	131	166
营业税金及附加	2	4	5	7
营业费用	35	68	90	115
管理费用	14	19	26	34
财务费用	-3	-14	-18	-21
资产减值损失	0	1	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	152	214	289
营业外收入	4	1	0	0
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	103	152	214	289
所得税	15	22	31	41
净利润	88	130	184	248
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	88	130	184	248
EBITDA	98	141	204	280
EPS（元）	1.34	1.48	2.09	2.82

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.7%	57.6%	35.6%	31.6%
营业利润	69.7%	53.1%	41.0%	35.0%
归属于母公司净利润	60.7%	48.0%	40.7%	35.0%
获利能力				
毛利率	70.1%	69.6%	70.7%	71.8%
净利率	42.1%	39.5%	41.0%	42.0%
ROE	49.1%	14.8%	17.2%	18.8%
ROIC	597.1	97.2%	72.9%	85.3%
偿债能力				
资产负债率	25.6%	8.1%	8.0%	7.9%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.63	12.91	11.69	11.75
速动比率	4.14	12.44	11.14	11.22
营运能力				
总资产周转率	1.08	0.55	0.42	0.46
应收账款周转率	28	32	29	30
应付账款周转率	15.30	19.80	17.72	17.84
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.00	1.48	2.09	2.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.34	1.90	2.71
每股净资产(最新摊薄)	2.04	10.03	12.12	14.94
估值比率				
P/E	49.61	33.53	23.83	17.65
P/B	24.36	4.95	4.10	3.33
EV/EBITDA	43	30	21	15

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