



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药：医疗器械

王军

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉辉为本报告重要贡献者

三诺生物调研纪要

近日我们调研了三诺生物(300298.CH/人民币 53.20, 未有评级), 与公司董秘就公司业绩做了交流。相关纪要如下:

血糖仪市场空间与竞争格局

2011年全球血糖仪市场销售总额约96亿美金。在销售额区域分布方面, 美国约占50%, 欧洲占28%, 日本8%, 中国3%, 其他各国合计占比约11%; 在竞争格局方面, 罗氏(30.8%)、强生(27.2%)、雅培(15.4%)、拜耳等4家企业销售额合计占比超过80%, 其他厂家占比较小。

2011年中国血糖仪市场销售总额约20亿元, 近年行业年增速约20%。目前国内血糖仪市场中, 医院终端销售额与OTC终端(这里泛指除医院及所属药房外的销售渠道, 并不仅指药店)销售额约为4:5。医院终端市场外资品牌产品销售额占比超过95%, 国内品牌产品占比不足5%; OTC终端外资品牌与国内品牌占比均约50%。整体血糖仪市场外资品牌占比约70%, 国内品牌占比约30%。目前市场在售的国内血糖仪品牌主要有三诺与怡成; 2011年公司产品销售额约占国内OTC血糖仪市场的20%, 占国内血糖仪市场的10%, 占国内产品销售额的35-40%。

中国血糖监测设备存量市场空间巨大

以血糖仪渗透率作为比较指标, 发达国家血糖仪渗透率较高, 欧美市场已达90%; 而2010年中国城市地区渗透率约为10%, 农村地区约3%, 平均市场渗透率约7-8%。就目前情况来看, 中国市场血糖仪渗透率的提高是大概率事件; 我们预计中国市场未来血糖仪渗透率有望达20%以上。

以血糖仪试纸单位仪器消耗量作为比较指标, 国内目前存量血糖仪试纸单位仪器消耗量约为100条/年, 俄罗斯200条/年, 美国则400条/年。中国消费习惯培育有待成熟, 差距较大。

三诺的核心竞争力明显

我们认为公司的核心竞争力主要体现在如下3个方面:

1. 性价比较佳。公司产品价格比外资产品价格低30%以上, 质量方面则优于大多数国内品牌。
2. 相较国内生产厂家的品牌优势。
3. 公司拥有900多个一级经销商, 350多人的专业服务团队(不同于北京怡成的总代模式), 其OTC销售渠道与销售团队优于国内大多数生产厂家。公司核心经销商团队稳定, 合作顺利; 前50大经销商一直没有流失; 且核心经销商有排他协议, 并向公司提供产品流向, 公司对于核心经销商拓展也有一定支持。公司专业服务团队基本覆盖国内二线、三线城市, 未来1年有望下沉覆盖县镇一级。

公司产品线逐步完善

目前公司已有 4 款血糖仪产品投放市场。SXT-1 血糖仪为公司第一代产品，目前已基本停产，仅有少量试纸供应市场。安稳血糖仪为公司主打品种，贡献了公司 90% 的市场销售额。安准血糖仪为安稳血糖仪提升版，精度更高；安准血糖仪于 2008 年上市，销售量一直较小，2012 年该品种主攻医院终端。智能血糖仪是公司新开发的血糖仪高端品种，于 2012 年上市，其已开始逐步覆盖血糖仪高端市场。4 款血糖仪应用试纸锁定，不可以通用。目前公司经销商在 OTC 终端多采用“仪器带动试纸销售”的模式。2010 年-2012 年 1-6 月，公司试纸销售额占总收入比重分别为 58%、75%、82%；毛利占比分别为 63%、85%、97%，公司试纸业务已成为公司的核心业务。

目前公司白蛋白测试仪与尿酸检测试纸已上市销售，在生物传感技术领域的产品线进一步完善。这两个品种目前尚处于市场导入初期；我们预计该品种将经历较长的市场培育期，未来两年贡献业绩将十分有限。

医院市场与出口业务将是公司未来业绩增长点

我们预计 2012-2013 年公司业绩增长动力主要来自于血糖仪与试纸在国内二线、三线城市以至县、镇一级的销售放量。公司自 2012 年开始进行医院终端的市场推广，目前暂以二级及以下医院及城市专科医院为目标市场，预计在 2014 年实现 3,000-5,000 万的年销售额，产生业绩增量。目前公司仅有十余名销售人员负责医院终端销售维护，我们预计未来 1 年公司医院服务人员将有大幅度增长。公司出口产品目前主要供应古巴和委内瑞拉，两国有较好的公费医疗体制，截至目前公司已销售 40 多万台仪器，每年对应试条消耗是 7,000 万条以上，试纸的单台消耗量要高于国内水平；公司今年在做血糖仪产品的 FDA 印证，未来几年计划新开拓 1-2 个海外国家市场。若推广顺利，我们预计 2014 年后医院市场与国际市场将成为公司业绩成长的重要支撑点。

三季度业绩靓丽

公司 2012 年 1-9 月业绩稳健增长，同期实现营收 2.52 亿，同比增加 63.78%，归属于上市公司股东净利润 9,318 万，同比增加 43.69%。对应每股收益 1.16 元，符合市场预期。公司 3 季度单季度实现营收 8,879 万，同比增长 57.23%；归属于上市公司股东净利润 40.23%。公司收入快速增长主要基于国内市场需求增长和出口的增加。我们预计 1-9 月份，血糖仪销售量超过 110 万台，内销试纸量超过 2 亿支，外销试纸约 4,000 万支。我们预计 1-9 月公司国内业务增约 50%；2012 年全年出口业务销售额约 5,000 万元。

1-9 月公司毛利率 69.61%，环比持续提升。同期公司销售费用率同比大幅上升至 22.58%，管理费用率为 7.60%，同比约增长 1 个百分点。销售人员的增长与渠道下沉同时宣传费用的增长是公司销售费用率快速增长的主要原因，此外出口业务运费及收入确认时点也有一定影响。我们预计公司长期看公司销售费用增速将回落到与同期收入增速相近的水平。

1-9 月公司内销血糖仪与试纸出厂单价有所回落，仪器单价回落速度略超过此前预期，但试纸单价回落速度较慢，我们预计在目前基础上试纸单价继续下行的空间相对有限。由于公司加强了试纸生产成本控制，内销试纸实际毛利率水平稳中微升。

我们看好血糖检测设备在中国市场的成长空间，同时认为该项业务在研发、渠道、品牌三个方面存在市场进入壁垒，先发龙头有望持续成长。公司核心竞争力明显，有望受益于血糖检测设备销售放量的市场趋势。公司未来2年拥有较强的成长确定性。目前公司股价相当于2012年业绩的35-36倍市盈率，相当于2013年业绩的25-26倍市盈率，估值切换后股价仍存在上行空间，我们建议投资者积极关注。

图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

年结日：12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	160.23	209.47	326.00	441.21	586.70
变动(%)	130.45	30.73	55.63	35.34	32.98
归属母公司的股东净利润(百万元)	54.86	88.16	126.66	170.96	224.06
变动(%)	110.40	60.71	43.66	34.98	31.06
每股收益(元)	0.831	1.336	1.439	1.943	2.546
市盈率(倍)	64.02	39.82	36.96	27.38	20.89
每股经营现金流(元)	1.120	1.300	1.429	1.987	2.714

资料来源：公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371