

分析师：李守峰

执业证书编号：S0270512090001

电话：021-60883481

邮箱：lisf@wlzq.com.cn

发布日期：2012年12月5日

重点开拓基层，存量血糖仪带动增长

——三诺生物（300298）调研简报

公司调研简报

增持（首次）

报告关键要素：

三诺生物主营血糖测试仪及配套血糖检测试条，当前国内血糖监测渗透率有望逐步提升，血糖试纸市场仍处于高速成长期。公司将重点开拓基层市场，同时加大了血糖测试仪的销售，血糖仪保有量的上升将带动公司血糖试纸的销售。预计公司2012-2013年的EPS分别为1.46元、1.92元，对应市盈率分别为33倍、20倍，给予“增持”评级。

事件：2012年11月20日，我们实地调研了三诺生物，与公司董秘王飞先生进行了交流。

调研内容：

- 血糖试纸条当前的竞争格局以及未来的成长空间。
- 公司今后几年的发展战略。

调研结论：

- **三诺生物基本情况：**三诺生物的前身成立于2002年，2010年整体变更为股份有限公司并于2012年登陆创业板。公司主要产品为微量血快速血糖测试仪及配套血糖检测试条，用于血糖监测。2004年公司推出自主研发的第一款血糖测试仪及配套试条“SXT-1型”；2007年，通过技术改良，公司推出“安稳型”血糖测试仪及配套试条，2008年，公司推出“安准型”血糖测试仪及配套试条，提高了血糖测试仪的操作便利性，测试样本血量降低至0.6ul以下，测试时间缩短至10秒以内，主要性能指标已经达到国际水平。当前公司已经基本停止销售“SXT-1型”，“安稳型”血糖仪主打零售市场，“安准型”主做医院市场。从2012年上半年的收入结构看，血糖试纸条分别占到占到公司营业收入和毛利润的81%和97%，是公司营业收入和利润的主要来源。

图 1、公司 2012 年上半年营业收入构成

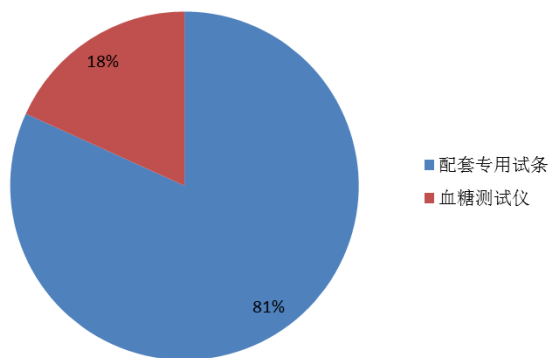
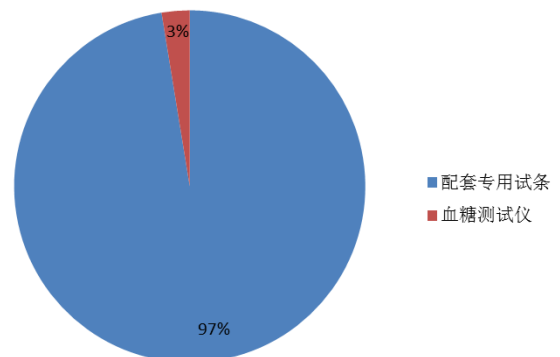


图 2、公司 2012 年上半年毛利润构成



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **血糖监测渗透率有望逐步提升，血糖试纸市场仍处于高速成长期：**未来血糖试纸市场的机会主要在

两方面，一方面是国内血糖仪渗透率的逐步提升，欧美发达国家血糖仪的渗透率高达90%，我国国内虽然拥有9000余万人的庞大群体，但仅约有10%的城市糖尿病患者拥有自己的血糖监测系统，在农村该比例不足3%，国内血糖仪渗透率提升空间较大。二是血糖试纸的人均使用量方面，国内进行血糖监测的糖尿病患者血糖试纸的年均使用量为100条/年，俄罗斯的人均人用量为200条，美国则高达400条/年，国内血糖试纸的人均使用量亦有提升空间。随着血糖仪渗透率以及血糖试纸人均使用量的提升，我们判断血糖试纸市场仍将处于高速成长期。

- **基层市场是公司近两年重点开拓的市场：**今年5月份卫生部等15部门联合制定了《中国慢性病防治工作规划（2012-2015年）》，在糖尿病预防方面，规划提出80%以上的乡镇卫生院开展血糖测定。便携式血糖监测系统具有操作简便、成本低廉的特点，适合乡镇卫生院配备使用，因此公司敏锐的将基层市场作为今后两年重点开拓的市场。与强生、罗氏等巨头的血糖试纸相比，公司产品在性能接近的基础上，价格要便宜30%以上，性价比优势明显，更适应在基层市场推广。另外，在医院市场这一块，公司已经组建了一支10余人的销售队伍进行初步的开拓。
- **血糖仪保有量大幅上升，将带动血糖试纸销售：**2011年公司开始调整销售策略，下调血糖测试仪的销售价格以提升其保有量，从而带动高毛利率的血糖试纸的销售。截至2011年年底，公司血糖测试仪的保有量合计约有145万台，根据中报我们测算公司上半年血糖测试仪销量约70万台，预计全年销售有望超过140万台，今年年底公司的血糖测试仪的存量将接近300万台。由于血糖测试仪和试纸是封闭的系统，不同品牌和型号的仪器不能混用，单台血糖测试仪将拉动血糖试纸100条/年，血糖仪保有量的上升将拉动自产血糖试纸的销量，公司13年业绩增长确定。

图 3、09 年以来血糖仪与血糖试纸的毛利润比例

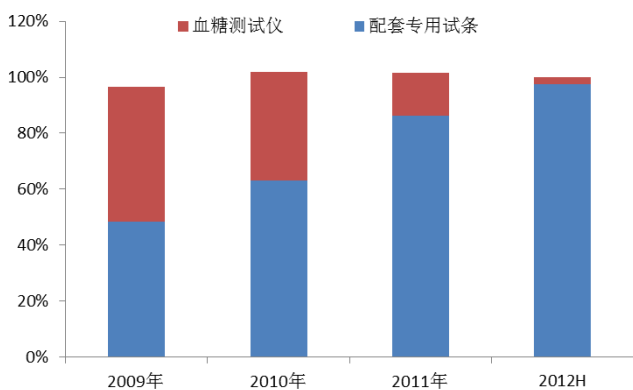
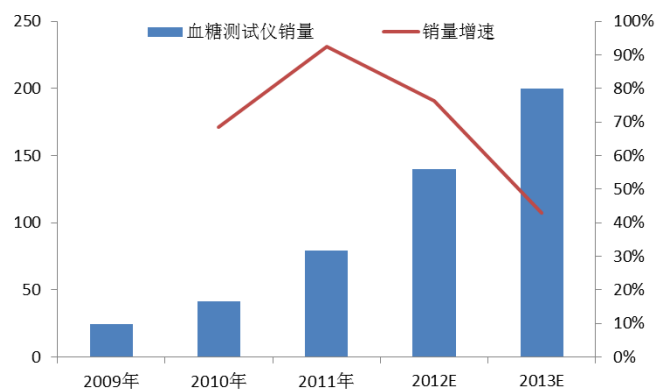


图 4、公司血糖测试仪的销售情况（单位：万台）



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司2012-2013年的EPS分别为1.46元、1.92元，对应市盈率分别为33倍、20倍，血糖试纸市场处于高速增长期，未来基层市场是公司重点开拓的市场，存量血糖仪的上升将带动公司血糖试纸的销售，给予“增持”评级。
- **风险提示：**血糖测试仪保有量增速下滑，公司血糖试纸销售增速下滑的风险；血糖试纸行业竞争加剧的风险；血糖试纸价格下降的风险。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	160	209	348	493
增长比率 (%)	130.4%	30.7%	66.1%	41.6%
净利润 (亿元)	54.86	88.16	128.44	168.64
增长比率 (%)	34.2%	42.1%	36.9%	34.2%
每股收益 (元)	0.83	1.34	1.46	1.92
市盈率 (倍)	-	-	33	20

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：李守峰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 珠江东路11号高德置地广场F座18层

电话：020-38286833 传真：020-38286831