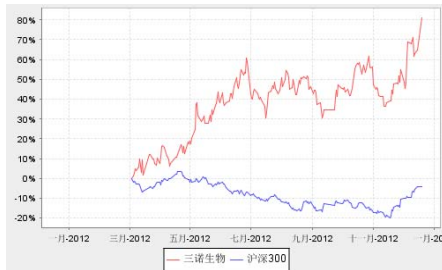


三诺生物 (300298.SZ)
销售为王

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 64.45-67.00
 联系人: 分析师
 陈景乐, CPA 张爱玲
 中小市值研究小组 S0740511120001
 021-20315157 021-20315195
 chenjl@r.qlzq.com.cn zhangal@r.qlzq.com.cn
 2013年1月7日

基本状况

总股本(百万股)	88.00
流通股本(百万股)	22.00
市价(元)	62.26
市值(百万元)	5478.88
流通市值(百万元)	1369.72

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

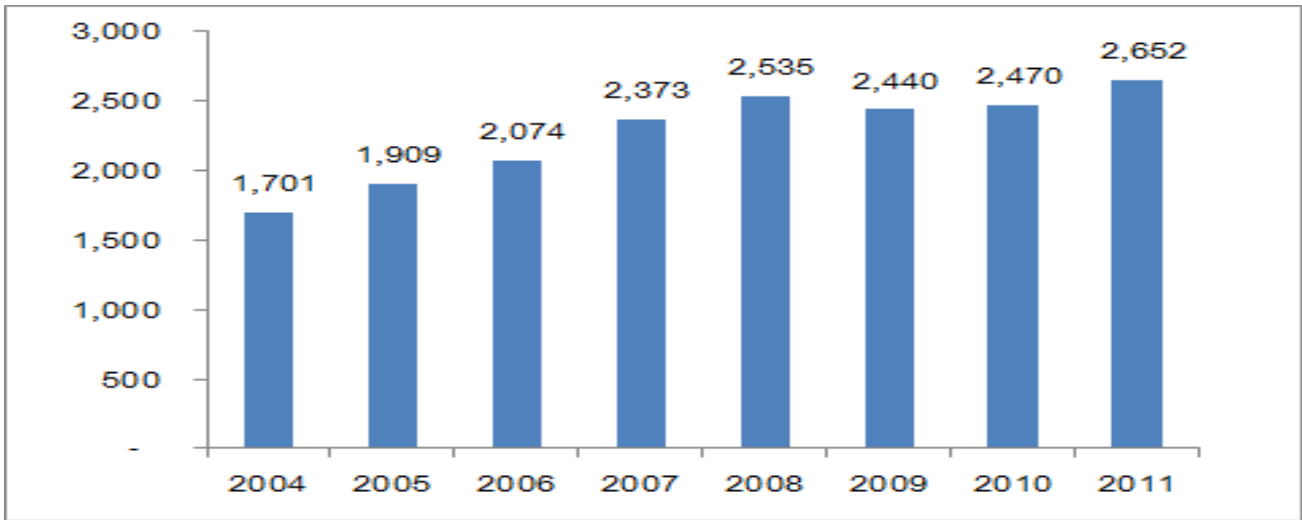
指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	160.23	209.47	317.36	427.21	560.51
营业收入增速	130.45%	30.73%	51.51%	34.61%	31.20%
净利润增长率	110.40%	60.71%	44.38%	34.45%	28.84%
摊薄每股收益(元)	0.83	1.34	1.45	1.94	2.51
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	33.81	25.14	19.52
PEG	0.00	0.00	0.76	0.73	0.68
每股净资产(元)	1.38	2.72	10.74	12.68	15.19
每股现金流量	1.02	1.30	1.65	2.08	2.83
净资产收益率	60.05%	49.11%	13.47%	15.34%	16.50%
市净率	0.00	0.00	4.55	3.86	3.22
总股本(百万股)	66.00	66.00	88.00	88.00	88.00

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 2013年1月4日, 三诺生物股价涨停, 最终报收于 62.26 元, 同期申万医药指数下跌 1.83%。
- **点评:** 我们认为公司股价的波动依然源于市场对于公司年报表现(预约 2 月 5 日披露)以及高送转概念的炒作, 但从基本面分析, 我们延续 12 月 11 日投价报告《国产血糖监测系统的领军者》以及 12 月 20 日点评《在血糖监测系统的快车道上疾速前行》的推荐逻辑, 我们看好公司所处的糖尿病治疗领域的需求以及公司凭借强大的销售能力成为国内品牌领军者的投资价值。
- **一、糖尿病治疗领域的需求:**
 - **国内血糖监测系统的空间有多大?**
我国糖尿病患者 9240 万人, 前期人数达 1.48 亿人, 患病率接近 9.7%; 血糖仪渗透率不到 6.7%, 而欧美国家可达 90%以上, 可见国内空间广阔。
 - **国内血糖监测系统的发展有多快?**
我国血糖仪渗透率 2004 年为 1.5%, 2010 年为 6.7%, 推算可得渗透率年复合增长率 28%; 在中性假设下, 至 2015 年我国血糖仪渗透率可达 25%, 存量血糖仪数量 2460 万台, 试条年消耗复合增长率 32%。
 - **国外企业的成功案例?**
强生 Lifescan 血糖产品 2011 年全球销售收入达到 26.5 亿美元, 过去 8 年间的复合增速达到 6.5%;

图表 1: 2004-2011 年强生 LIFESCAN 产品的销售收入 (百万美元), 复合增速 6.5%



来源: 公司年报, 齐鲁证券研究所

■ 二、公司强大的销售能力:

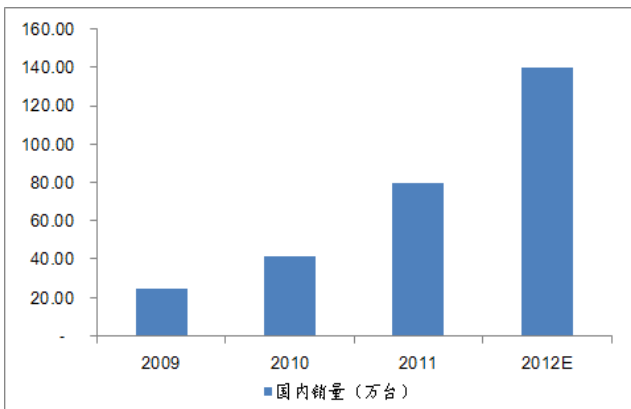
- ▶ **同业对比:** 北京怡成的销售团队仅 100 人左右, 无法实现对终端的精细化管理; 九安医疗的营销重点仍在血压计上, 对血糖监测系统的支持不够; 鱼跃医疗的产品定位高端, 未形成与公司的正面交锋; 而公司自上市以来, 销售人员从 100 多人增加至 350 人, 加强了对终端的维护, 900 多个经销商的营销团队 (国内企业中最多), 实现了广铺货, 迅速抢占空白市场的目的。公司激励到位, 保证了营销骨干与公司利益的一致性; 统一出厂价, 防窜货奖励等措施的推出, 也增加了渠道商对公司的粘性。

图表 2: 国产品牌销售能力对比

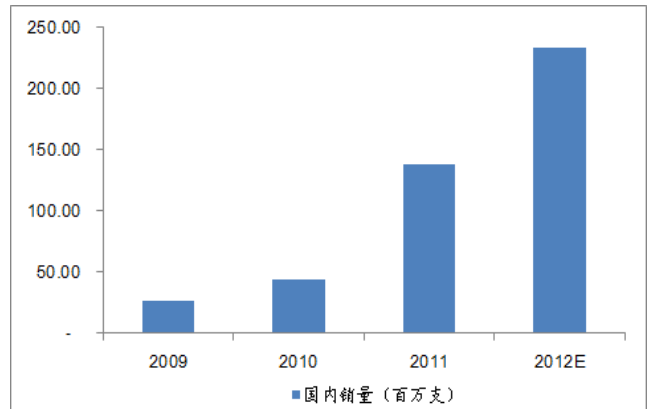
	北京怡成	三诺生物	鱼跃医疗	九安医疗
产品上市时间	1995 年, 2000 年开始盈利	2004 年	2012 年 2 月	2008 年
销售人数	不到 100 人	约 350 人, 其中 10 人左右负责医院市场	共 400 多人 (所有产品), 其中 30 多人负责医院市场	约 150 人
经销商数量	未知	约 900 家	约 500-600 家	约 400-500 家
推广模式	OTC 渠道为主	OTC 渠道为主	医院和 OTC 渠道并重	OTC 渠道为主
终端情况	二三线城市, 终端数量万家以上	二三线城市, 终端数量约 2-3 万家, 重点区域在北京、湖南和河南	OTC 渠道尚在铺货中, 杭州宜昌等 17 个地区的医院市场中标	北京、天津、广州、上海和深圳是重点区域, 采用直营店模式, 这些地区收入占总收入的 80% 左右
2011 年销售额	超过 2.5 亿元	约 2 亿	无 (2012 年预计实现销售额 4000-5000 万)	约 1700 万

来源: 齐鲁证券研究所

- 从我们草根调研的情况来看，我们预计公司 2012 年国内血糖仪和试条的销量增速有望超过 70%，随着三诺牌存量血糖仪数量的日渐提升和封闭式机器使用的乘数效应，未来试条有望快速放量。

图表 3: 2009-2012E 三诺生物国内血糖仪销量


来源：招股说明书，公司公告，齐鲁证券研究所

图表 4: 2009-2012E 三诺生物国内血糖试条销量


来源：招股说明书，公司公告，齐鲁证券研究所

- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2012-2014 年的营业收入为 3.17 亿元、4.27 亿元、5.61 亿元，增速为 51.5%、34.6%、31.2%；归属母公司净利润为 1.27 亿元、1.71 亿元、2.20 亿元，增速为 44.4%、34.4%、28.8%；2012-2014 年对应 EPS 为 1.45 元、1.94 元、2.51 元。综合 PEG 相对估值和 DCF 绝对估值的结果，公司的合理区间为 64.45-67.00 元，重申“买入”的评级。
- **风险提示：**毛利率下滑的风险、产品单一的风险、出口业务不稳定的风险

图表 5: 齐鲁证券对三诺生物的一系列报告

序号	日期	报告标题
01	2012/12/20	公司点评《在血糖监测系统的快车道上疾速前行》
02	2012/12/10	投资价值分析报告《国产血糖监测系统的领军者》
03	2012/03/12	新股研究报告《立足血糖监测系统，致力成为 POCT 行业领先企业》

来源：齐鲁证券研究所

图表 6: 三诺生物分产品销售预测表

项目	2011	2012E	2013E	2014E
内销-血糖仪				
销售收入(百万元)	50.80	47.42	56.32	67.58
增长率(YOY)	-1.57%	-6.65%	18.75%	20.00%
毛利率(%)	42.20%	8.05%	3.21%	3.21%
外销-血糖仪				
销售收入(百万元)	3.03	3.80	3.80	3.80
增长率(YOY)	-81.34%	25.29%	0.00%	0.00%
毛利率(%)	26.84%	20.59%	20.59%	20.59%
内销-血糖仪试条				
销售收入(百万元)	134.32	200.70	306.09	424.81
增长率(YOY)	180.21%	49.42%	52.51%	38.78%
毛利率(%)	81.44%	84.11%	83.27%	82.39%
外销-血糖仪试条				
销售收入(百万元)	21.32	65.44	61.00	59.33
增长率(YOY)	-52.02%	207.0%	-6.78%	-2.74%
毛利率(%)	69.49%	72.11%	72.11%	72.11%
尿微量白蛋白测试条				
销售收入(百万元)				5.00
增长率(YOY)				
毛利率(%)				50.00%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: 三诺生物财务预测简表

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
营业总收入	70	160	209	317	427	561	货币资金	42	101	179	865	951	1,192
增长率	96.95%	130.4%	30.7%	51.5%	34.6%	31.2%	应收账款	7	10	10	26	27	41
营业成本	-23	-58	-63	-97	-126	-162	存货	5	14	23	15	20	26
% 销售成本	32.6%	35.9%	29.9%	30.5%	29.4%	28.9%	其他流动资产	2	4	6	7	10	13
毛利	47	103	147	221	301	398	流动资产	57	129	217	913	1,009	1,272
% 销售成本	67.2%	64.1%	70.1%	69.5%	70.6%	71.1%	% 总资产	79.5%	87.9%	90.1%	88.1%	82.0%	85.7%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-4	-5	-6	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售成本	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	5	7	12	111	210	189
营业费用	-14	-31	-35	-67	-85	-109	% 总资产	7.6%	4.7%	4.9%	10.7%	17.1%	12.7%
% 销售成本	19.6%	19.6%	16.5%	21.0%	20.0%	19.5%	无形资产	9	10	12	12	11	22
管理费用	-9	-12	-14	-23	-30	-39	非流动资产	15	18	24	123	222	212
% 销售成本	12.5%	7.5%	6.8%	7.1%	6.9%	7.0%	% 总资产	20.5%	12.1%	9.9%	11.9%	18.0%	14.3%
息税前利润 (EBIT)	23	57	96	128	182	243	资产总计	71	146	241	1,036	1,231	1,483
% 销售成本	33.7%	35.8%	45.7%	40.3%	42.5%	43.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	0	1	3	19	16	13	应付账款	12	24	31	47	64	83
% 销售成本	0.0%	-0.8%	-1.6%	-6.0%	-3.7%	-2.2%	其他流动负债	6	18	16	30	36	50
资产减值损失	0	0	0	-1	0	-1	流动负债	18	43	47	77	100	132
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	11	12	15	15	15	15
% 税前利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	30	55	62	92	115	147
营业利润	24	59	99	146	197	255	普通股股东权益	41	91	180	945	1,116	1,336
营业利润率	34.0%	36.5%	47.4%	45.9%	46.2%	45.6%	普通股权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	5	5	4	4	4	4	负债股东权益合计	71	146	241	1,036	1,231	1,483
税前利润	29	63	103	150	201	259	比率分析						
利润率	41.4%	39.4%	49.1%	47.2%	47.1%	46.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-3	-8	-15	-22	-30	-39	每股指标						
所得税率	9.3%	13.2%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	5.215	0.831	1.336	1.446	1.945	2.506
净利润	26	55	88	127	171	220	每股净资产 (元)	8.299	1.384	2.720	10.736	12.681	15.187
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	8.605	1.016	1.302	1.651	2.081	2.832
归属于母公司的净利润	26	55	88	127	171	220	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000
净利润率	37.5%	34.2%	42.1%	40.1%	40.1%	39.3%	净资产收益率	62.84%	60.05%	49.11%	13.47%	15.34%	16.50%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	36.59%	37.46%	36.55%	12.28%	13.91%	14.86%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	-2300.90%	-495.96%	14570.01%	135.85%	93.37%	143.70%
净利润	26	55	88	127	171	220	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	96.95%	130.45%	30.73%	51.51%	34.61%	31.20%
非现金支出	1	2	2	4	2	22	EBIT增长率	375.39%	144.98%	66.89%	33.43%	42.14%	33.94%
非经营收益	0	-1	0	-4	-4	-4	净利润增长率	263.77%	110.40%	60.71%	44.38%	34.45%	28.84%
营运资金变动	16	11	-4	19	13	10	总资产增长率	142.87%	105.50%	64.70%	329.70%	18.75%	20.54%
经营活动现金净流	43	67	86	145	183	249	资产管理能力						
资本开支	10	4	8	97	97	7	应收账款周转天数	34.0	16.9	13.2	26.4	19.8	23.1
投资	0	1	0	0	0	0	存货周转天数	54.9	60.4	106.9	57.6	59.0	58.3
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	52.9	28.3	23.9	26.1	25.0	25.5
投资活动现金净流	-10	-3	-8	-97	-97	-7	固定资产周转天数	25.3	14.0	15.6	11.6	6.9	63.6
股权募资	0	9	0	638	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-102.23%	-111.00%	-99.69%	-91.53%	-85.18%	-89.23%
其他	-2	-14	0	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-1.0618	-47.6	-28.1	-6.8	-11.5	-19.3
筹资活动现金净流	-2	-5	0	638	0	0	资产负债率	41.77%	37.62%	25.57%	8.83%	9.32%	9.91%
现金净流量	32	59	78	686	86	242							

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%
- 持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。