

三诺生物(300298.SZ)

年报符合预期，致力成为国产血糖监测

系统的领军者

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

62.51-71.60

联系人

分析师

陈景乐,CPA

曾晖

中小市值研究小组

S0740513010001

021-20315157

021-20315169

chenjl@r.qlzq.com.cn

zenghui@r.qlzq.com.cn

2013年2月5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)	57.50
市值(百万元)	5060.00
流通市值(百万元)	1265.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	209.47	339.12	446.10	587.68	763.90
营业收入增速	30.73%	61.89%	31.55%	31.74%	29.99%
净利润增长率	60.71%	46.13%	35.86%	37.60%	30.56%
摊薄每股收益(元)	1.34	1.46	1.99	2.74	3.57
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	38.66	28.91	21.01	16.09
PEG	0.00	0.84	0.81	0.56	0.53
每股净资产(元)	2.72	9.60	11.59	14.33	17.90
每股现金流量	1.30	1.47	2.06	3.02	4.05
净资产收益率	49.11%	15.24%	17.16%	19.10%	19.96%
市净率	0.00	5.89	4.96	4.01	3.21
总股本(百万股)	66.00	88.00	88.00	88.00	88.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2013年2月5日,公司发布2012年年报,全年实现销售收入3.39亿元,同比增长61.89%;归属于上市公司股东的净利润1.29亿元,同比增长46.13%;EPS1.56元。公司的盈利情况基本符合我们的预期。同时公司发布2013年Q1业绩预告,预计实现盈利0.36-0.43亿元,同比增长10%-30%。
- 公司2012年实现销售收入3.39亿元,分产品来看,血糖仪0.58亿元,同比增长8.5%,血糖试条2.79亿元,同比增长79.2%;分地区来看,国内2.89亿元,同比增长56.2%,海外0.48亿元,同比增长97.8%。血糖仪平均毛利率8.18%,血糖试条83.16%,分别较2012年H1变动了-1.49%和1.62%,说明公司维持之前依靠血糖仪抢占市场的战略布局,我们也可喜地看到,截至2012年,公司血糖监测系统产品的国内市场占有率已超过10%。
- 公司2012年三项期间费用率为29.9%,较2011年增加了8.3%,主要是销售费用率增加了9.8%,管理费用率增加了1.50%,财务费用率下降了3.1%。公司自上市以来,销售人员从100多人增加至362人,相应的人员成本销售比大幅提高,另外公司在2012年度投入的市场促销费用占比也增加了5.5%;管理费用率的增加主要是由于上市相关费用增加所导致的;财务费用率的下降主要是上市募集资金定期存款产生的利息。
- 公司公告2013年Q1预计实现盈利0.36-0.43亿元,同比增长10%-30%。假设2013年Q1和2012年Q1净利润率基本相当,即收入增速与利润增速基本同步的情况下,2012年末确认收入的海外订单约2000万元(这部分预计将于2013年Q1确认),而2012年Q1确认的海外收入约3000万元,那么我们推算2013年Q1国内收入增速有望超过30%。同时公司也在年报中披露了2013年的经营目标:实现营业收入4.4亿元,同比增长32.70%;净利润1.7亿元,同比增长31.96%。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2013-2015 年的营业收入为 4.46 亿元、5.88 亿元、7.64 亿元，增速为 31.5%、31.7%、30.0%；归属母公司净利润为 1.75 亿元、2.41 亿元、3.14 亿元，增速为 35.9%、37.6%、30.6%；2013-2015 年对应 EPS 为 1.99 元、2.74 元、3.57 元。综合相对估值和绝对估值的结果，公司的合理估值区间为 62.51-71.60 元，重申“买入”的投资评级。
- **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 1: 三诺生物分产品销售预测表

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
内销-血糖仪 (包括STX-1, 安稳、安准型血糖仪)					
销售收入	50.80	54.62	56.32	67.58	90.10
增长率 (YOY)	-1.57%	7.52%	3.11%	20.00%	33.33%
毛利率	42.20%	7.32%	2.44%	2.44%	2.44%
销售成本	29.36	50.62	54.94	65.93	87.91
增长率 (YOY)	65.35%	72.41%	8.53%	20.00%	33.33%
毛利	21.44	4.00	1.37	1.65	2.20
增长率 (YOY)	-36.67%	-81.36%	-65.64%	20.00%	33.33%
占总销售额比重	24.25%	16.20%	12.62%	11.50%	11.80%
占主营业务利润比重	14.64%	1.69%	0.43%	0.39%	0.40%
外销-血糖仪 (包括STX-1, 安稳、安准型血糖仪)					
销售收入	3.03	3.80	3.80	3.80	3.80
增长率 (YOY)	-81.34%	25.29%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	26.84%	20.59%	20.59%	20.59%	20.59%
销售成本	2.22	3.02	3.02	3.02	3.02
增长率 (YOY)	-80.13%	36.01%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	0.81	0.78	0.78	0.78	0.78
增长率 (YOY)	-84.01%	-3.92%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.45%	1.13%	0.85%	0.65%	0.50%
占主营业务利润比重	0.56%	0.33%	0.25%	0.18%	0.14%
内销-血糖仪试条					
销售收入	134.32	234.46	321.66	439.59	579.66
增长率 (YOY)	180.21%	74.55%	37.19%	36.67%	31.86%
毛利率	81.44%	85.26%	84.48%	83.66%	82.80%
销售成本	24.93	34.57	49.92	71.82	99.68
增长率 (YOY)	128.79%	38.69%	44.41%	43.86%	38.80%
毛利	109.40	199.89	271.74	367.78	479.98
增长率 (YOY)	195.34%	82.72%	35.94%	35.34%	30.51%
占总销售额比重	64.12%	69.52%	72.10%	74.80%	75.88%
占主营业务利润比重	74.69%	84.46%	85.14%	86.77%	87.97%
外销-血糖仪试条					
销售收入	21.32	44.37	59.33	69.21	79.09
增长率 (YOY)	-52.02%	108.16%	33.70%	16.66%	14.28%
毛利率	69.49%	72.11%	72.11%	72.11%	72.11%
销售成本	6.50	12.38	16.55	19.31	22.06
增长率 (YOY)	-63.70%	90.33%	33.70%	16.66%	14.28%
毛利	14.81	31.99	42.78	49.90	57.03
增长率 (YOY)	-44.14%	115.99%	33.70%	16.66%	14.28%
占总销售额比重	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—
新产品-尿微量白蛋白测试条					
销售收入	0.00	0.00	5.00	7.50	11.25
增长率 (YOY)	—	—	—	50.00%	50.00%
毛利率	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%	50.00%
销售成本	0.00	0.00	2.50	3.75	5.63
增长率 (YOY)	—	—	—	50.00%	50.00%
毛利	0.00	0.00	2.50	3.75	5.63
增长率 (YOY)	—	—	—	50.00%	50.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	1.12%	1.28%	1.47%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.78%	0.88%	1.03%
销售收入小计	209.47	337.25	446.10	587.68	763.90
销售成本小计	63.01	100.59	126.93	163.82	218.29
毛利	146.46	236.67	319.17	423.86	545.61
平均毛利率	69.92%	70.17%	71.55%	72.12%	71.42%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 三诺生物财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	160	209	339	446	588	764
增长率	130.45%	30.7%	61.9%	31.5%	31.7%	30.0%
营业成本	-58	-63	-101	-127	-164	-218
% 销售成本	35.9%	29.9%	29.7%	28.5%	27.9%	28.6%
毛利	103	147	238	319	424	546
% 销售毛利	64.1%	70.1%	70.3%	71.5%	72.1%	71.4%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-5	-7	-9
% 销售税金	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%
营业费用	-31	-35	-89	-109	-131	-155
% 销售费用	19.6%	16.5%	26.3%	24.3%	22.3%	20.3%
管理费用	-12	-14	-28	-33	-44	-59
% 销售费用	7.5%	6.8%	8.3%	7.5%	7.5%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	57	96	117	172	242	322
% 销售 EBIT	35.8%	45.7%	34.5%	38.6%	41.1%	42.2%
财务费用	1	3	16	22	25	32
% 销售费用	-0.8%	-1.6%	-4.7%	-5.0%	-4.3%	-4.2%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	7	3	5	4
% 销售利润	0.0%	0.0%	4.6%	1.7%	1.8%	1.2%
营业利润	59	99	140	197	272	358
营业利润率	36.5%	47.4%	41.2%	44.2%	46.2%	46.9%
营业外收支	5	4	10	7	8	8
税前利润	63	103	150	204	280	366
利润率	39.4%	49.1%	44.1%	45.7%	47.7%	47.9%
所得税	-8	-15	-21	-29	-39	-52
所得税率	13.2%	14.3%	13.9%	14.1%	14.0%	14.1%
净利润	55	88	129	175	241	314
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	55	88	129	175	241	314
净利润率	34.2%	42.1%	38.0%	39.2%	41.0%	41.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	101	179	655	745	821	1,189
应收账款	10	10	16	19	24	32
存货	14	23	37	37	49	65
其他流动资产	4	6	181	184	186	190
流动资产	129	217	889	986	1,079	1,475
% 总资产	87.9%	90.1%	94.0%	86.3%	76.2%	83.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	7	12	40	139	319	278
% 总资产	4.7%	4.9%	4.2%	12.1%	22.5%	15.7%
无形资产	10	12	12	12	12	13
非流动资产	18	24	57	156	336	295
% 总资产	12.1%	9.9%	6.0%	13.7%	23.8%	16.7%
资产总计	146	241	946	1,141	1,416	1,771
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	24	31	37	56	66	91
其他流动负债	18	16	48	49	72	88
流动负债	43	47	85	105	138	179
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	15	16	16	16	16
负债	55	62	101	121	155	195
普通股股东权益	91	180	845	1,020	1,261	1,575
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	146	241	946	1,141	1,416	1,771

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.831	1.336	1.464	1.989	2.737	3.573
每股净资产 (元)	1.384	2.720	9.604	11.593	14.330	17.903
每股经营现金净流 (元)	1.016	1.302	1.467	2.063	3.017	4.050
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.750	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	60.05%	49.11%	15.24%	17.16%	19.10%	19.96%
总资产收益率	37.46%	36.55%	13.61%	15.33%	17.01%	17.76%
投入资本收益率	-495.96%	14570.01%	53.11%	53.66%	47.20%	71.55%
增长率						
营业总收入增长率	130.45%	30.73%	61.89%	31.55%	31.74%	29.99%
EBIT增长率	144.98%	66.89%	22.25%	46.87%	40.46%	33.34%
净利润增长率	110.40%	60.71%	46.13%	35.86%	37.60%	30.56%
总资产增长率	105.50%	64.70%	292.35%	20.62%	24.03%	25.09%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.9	13.2	10.9	12.1	11.5	11.8
存货周转天数	60.4	106.9	108.7	107.8	108.2	108.0
应付账款周转天数	28.3	23.9	20.4	22.1	21.3	21.7
固定资产周转天数	14.0	15.6	13.8	10.9	63.4	82.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-111.00%	-99.69%	-77.53%	-73.01%	-65.10%	-75.44%
EBIT利息保障倍数	-47.6	-28.1	-7.3	-7.7	-9.6	-10.0
资产负债率	37.62%	25.57%	10.68%	10.62%	10.92%	11.04%

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。