

三诺生物(300298.SZ)

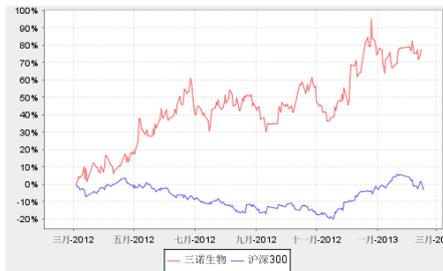
海外订单如期而至

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 65.45-69.94
 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3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)	61.00
市值(百万元)	5368.00
流通市值(百万元)	1342.00

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	471.39	635.46	810.19
营业收入增速	30.73%	61.89%	39.00%	34.80%	27.50%
净利润增长率	60.71%	46.13%	35.35%	41.75%	31.74%
摊薄每股收益(元)	1.34	1.46	1.98	2.81	3.70
前次预测每股收益(元)	—	—	1.99	2.74	3.57
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	29.02	20.47	15.54
PEG	0.00	0.84	0.82	0.49	0.49
每股净资产(元)	2.72	9.60	11.59	14.39	18.09
每股现金流量	1.30	1.47	2.08	3.12	4.19
净资产收益率	49.11%	15.24%	17.10%	19.51%	20.45%
市净率	0.00	5.89	4.96	3.99	3.18
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3月5日,公司公告与TISA公司签订了《古巴市场OEM产品主合同》,根据合同约定,TISA公司将向三诺生物采购一批血糖测试仪及配套试条,用于古巴市场销售,合同总金额约477万美元,合人民币2969万元(汇率:1美元=6.2218人民币元)。**
- 海外订单如期而至:** TISA公司是三诺生物的海外经销商,一般从三诺采购血糖监测系统后出口到古巴和委内瑞拉两国。公司2012年与TISA签订的海外框架订单金额为588万美元(包括古巴和委内瑞拉),而2013年公布的框架订单477万美元仅仅是TISA为古巴市场采购的,未来委内瑞拉市场的订单仍然值得期待。另外,公司协助古巴建设的2000万支血糖试纸条生产项目尚未完工,而海外存量的血糖仪已累计销售达到44万台,按照每台年度耗用180条试纸条计算(海外为医疗机构用量),理论需求在8000万条左右,对应的销售金额约在4600万元左右。另外,TISA也正在积极开拓其他的拉美国家市场,未来每年的海外需求依然强劲。
- 国内市场销售为王:** 我们延续在2012年12月11日的公司投价报告《国产血糖监测系统的领军者》以及2013年1月7日的研究简报《销售为王》中的推荐逻辑,公司背靠一个非常大的治疗领域(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),行业发展迅速(我国血糖仪渗透率2004年为1.5%,2010年为6.7%,渗透率年复合增长率达28%),国外企业强生的单个LIFESCAN产品2011年全球销售收入高达26.5亿美元,可见公司未来的发展空间极大。另外,对于这个具有很强消费品属性的血糖监测系统,我们看好公司在营销上的努力。公司自上市以来,销售人员从100多人增加至350人,2013年将继续扩充至400人,基本覆盖到县级城市,可以更好地进行终端维护;公司激励到位,保证了营销骨干与公司利益的一致性。我们预计2013年国内血糖仪销量仍可以保持20%以上的增长。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

图表 1: 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

- 盈利预测和投资建议:** 我们小幅调整公司的盈利预测, 预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 4.71 亿元、6.35 亿元、8.10 亿元, 增速为 39%、35%、28%; 归属母公司净利润分别为 1.74 亿元、2.47 亿元、3.26 亿元, 增速为 35%、42%、32%; 2013-2015 年对应 EPS 为 1.98 元、2.81 元、3.70 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 65.45-69.94 元, 维持“买入”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 2: 齐鲁证券对三诺生物的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2013/02/05	公司点评《年报符合预期, 致力成为国产血糖监测系统的领军者》
02	2013/01/07	研究简报《销售为王》
03	2012/12/20	公司点评《在血糖监测系统的快车道上疾速前行》
04	2012/12/10	投资价值分析报告《国产血糖监测系统的领军者》
05	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 3: 三诺生物分产品销售预测表

单位: 人民币百万元

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	65.54	78.65	90.40
增长率 (YOY)	-1.57%	7.52%	20.00%	20.00%	14.94%
毛利率	42.20%	7.32%	7.32%	7.32%	7.32%
销售成本	29.36	50.62	60.75	72.90	83.79
增长率 (YOY)	65.35%	72.41%	20.00%	20.00%	14.94%
毛利	21.44	4.00	4.80	5.75	6.61
增长率 (YOY)	-36.67%	-81.36%	20.00%	20.00%	14.94%
占总销售额比重	24.25%	16.20%	13.90%	12.38%	11.16%
占主营业务利润比重	14.64%	1.69%	1.43%	1.25%	1.12%
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%	0.81%	0.60%	0.47%
占主营业务利润比重	0.56%	0.33%	0.23%	0.17%	0.13%
内销-血糖仪试条					
销售收入	134.32	234.46	337.73	476.30	625.64
增长率 (YOY)	180.21%	74.55%	44.04%	41.03%	31.35%
毛利率	81.44%	85.26%	84.48%	83.66%	82.80%
销售成本	24.93	34.57	52.41	77.81	107.59
增长率 (YOY)	128.79%	38.69%	51.62%	48.46%	38.27%
毛利	109.40	199.89	285.31	398.49	518.06
增长率 (YOY)	195.34%	82.72%	42.73%	39.67%	30.00%
占总销售额比重	64.12%	69.52%	71.64%	74.95%	77.22%
占主营业务利润比重	74.69%	84.46%	84.87%	86.88%	88.09%
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-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%	1.06%	1.18%	1.39%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.74%	0.82%	0.96%
销售收入小计	209.47	337.25	471.39	635.46	810.19
销售成本小计	63.01	100.59	135.23	176.78	222.08
毛利	146.46	236.67	336.17	458.68	588.10
平均毛利率	69.92%	70.17%	71.31%	72.18%	72.59%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 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	471	635	810
增长率	130.45%	30.7%	61.9%	39.0%	34.8%	27.5%
营业成本	-58	-63	-101	-135	-177	-222
% 销售成本	35.9%	29.9%	29.7%	28.7%	27.8%	27.4%
毛利	103	147	238	336	459	588
% 销售成本	64.1%	70.1%	70.3%	71.3%	72.2%	72.6%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-5	-7	-9
% 销售成本	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%
营业费用	-31	-35	-89	-124	-155	-181
% 销售成本	19.6%	16.5%	26.3%	26.3%	24.3%	22.3%
管理费用	-12	-14	-28	-35	-48	-63
% 销售成本	7.5%	6.8%	8.3%	7.5%	7.5%	7.8%
息税前利润 (EBIT)	57	96	117	171	249	335
% 销售成本	35.8%	45.7%	34.5%	36.3%	39.2%	41.3%
财务费用	1	3	16	22	25	32
% 销售成本	-0.8%	-1.6%	-4.7%	-4.7%	-4.0%	-4.0%
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
% 税前利润	0.0%	0.0%	4.6%	1.7%	1.8%	1.1%
营业利润	59	99	140	196	279	371
营业利润率	36.5%	47.4%	41.2%	41.6%	43.9%	45.8%
营业外收支	5	4	10	7	8	8
税前利润	63	103	150	203	287	379
利润率	39.4%	49.1%	44.1%	43.1%	45.2%	46.8%
所得税	-8	-15	-21	-29	-40	-53
所得税率	13.2%	14.3%	13.9%	14.1%	14.0%	14.1%
净利润	55	88	129	174	247	326
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	174	247	326
净利润率	34.2%	42.1%	38.0%	37.0%	38.9%	40.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	55	88	129	174	247	326
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	2	4	4	23	42
非经营收益	-1	0	-21	-10	-14	-12
营运资金变动	11	-4	17	15	18	14
经营活动现金净流	67	86	129	183	274	369
资本开支	4	8	33	95	195	-7
投资	1	0	-154	0	0	0
其他	0	0	6	3	5	4
投资活动现金净流	-3	-8	-181	-92	-189	11
股权募资	9	0	588	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-14	0	-53	0	0	0
筹资活动现金净流	-5	0	535	0	0	0
现金净流量	59	78	482	91	85	380

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	101	179	655	746	831	1,211
应收账款	10	10	16	20	26	34
存货	14	23	37	40	52	66
其他流动资产	4	6	181	185	187	191
流动资产	129	217	889	991	1,096	1,502
% 总资产	87.9%	90.1%	94.0%	86.4%	76.5%	83.6%
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%	22.3%	15.5%
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%	13.6%	23.5%	16.4%
资产总计	146	241	946	1,147	1,433	1,797
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	24	31	37	60	72	96
其他流动负债	18	16	48	51	78	92
流动负债	43	47	85	111	150	189
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	127	166	205
普通股股东权益	91	180	845	1,020	1,267	1,592
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	146	241	946	1,147	1,433	1,797

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	1.981	2.809	3.700
每股净资产 (元)	1.384	2.720	9.604	11.586	14.394	18.094
每股经营现金净流 (元)	1.016	1.302	1.467	2.079	3.117	4.195
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%	17.10%	19.51%	20.45%
总资产收益率	37.46%	36.55%	13.61%	15.20%	17.25%	18.12%
投入资本收益率	-495.96%	14570.01%	53.11%	53.83%	49.14%	75.58%
增长率						
营业总收入增长率	130.45%	30.73%	61.89%	39.00%	34.80%	27.50%
EBIT增长率	144.98%	66.89%	22.25%	46.21%	45.35%	34.55%
净利润增长率	110.40%	60.71%	46.13%	35.35%	41.75%	31.74%
总资产增长率	105.50%	64.70%	292.35%	21.21%	24.90%	25.45%
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	10.3	58.7	77.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-111.00%	-99.69%	-77.53%	-73.20%	-65.61%	-76.08%
EBIT利息保障倍数	-47.6	-28.1	-7.3	-7.7	-9.9	-10.4
资产负债率	37.62%	25.57%	10.68%	11.11%	11.58%	11.40%

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。