

三诺生物(300298.SZ)

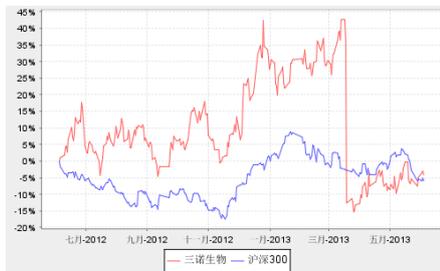
海外订单再至

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 58.39-
 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6月20日

基本状况

总股本(百万股)	132.00
流通股本(百万股)	33.00
市价(元)	44.45
市值(百万元)	5867.40
流通市值(百万元)	1466.85

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	1.32	1.87	2.47
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	43.53	30.71	23.31
PEG	0.00	0.84	1.23	0.74	0.73
每股净资产(元)	2.72	9.60	7.72	9.60	12.06
每股现金流量	1.30	1.47	1.39	2.08	2.80
净资产收益率	49.11%	15.24%	17.10%	19.51%	20.45%
市净率	0.00	5.89	7.44	5.99	4.77
总股本(百万股)	66.00	88.00	132.00	132.00	132.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2013年6月20日,公司公告与TISA公司签订了《委内瑞拉市场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试条,用于委内瑞拉市场销售,合同总金额约358万美元,合人民币2200万元(汇率:1美元=6.1282人民币元)。**
- 委内瑞拉订单再至,海外需求保持强劲:** 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。此次委内瑞拉订单加上公司3月份公布的古巴订单(约477万美元),合计达到835万美元(约人民币5200万元),较2012年海外订单增长42%。另外3月份的古巴订单中还含有几万台血糖仪的采购量,所以我们预计公司未来海外存量血糖仪的数量将超过50万台,按照每台每年耗用180条试条测算(海外为医疗机构用量),理论需求在9000万条左右,对应的销售金额有望达到5200万元以上。另外,公司今年也已经与TISA重新签署了补充协议,将双方的合作期限延长至2016年7月5日。同时TISA也在积极开拓其他的拉美国家市场,未来公司每年强劲的海外市场需求依然值得期待。
- 国内致力成为OTC市场的领军者:** 我们维持在2012年12月11日公司投价报告《国产血糖监测系统的领军者》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%);另外我们看好公司在营销方面的努力,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。公司省会城市保证5名销售人员覆盖,并将渠道进一步下沉到县级城市。公司激励到位,保证了营销骨干与公司利益的一致性。我们预计公司2013年国内销售收入仍可以维持40%左右的增长。

- **盈利预测和投资建议:** 根据公司外销收入的确认原则(公司在对方收到货物并取得对方验收单后,于取得验收单出具日确认收入),公司 2013 年所获订单将在本年和下一年度中确认。因此我们暂不调整前期的盈利预测,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 1.32 元、1.87 元、2.47 元。根据目前医疗器械板块的平均 PEG 水平,公司的合理价值为 58.39 元,继续维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 产品单一的风险、出口业务不稳定的风险、汇率波动的风险

图表 1: 齐鲁证券对三诺生物的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2013/04/21	公司点评《国内销售依然高速增长》
02	2013/03/04	公司点评《海外订单如期而至》
03	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》
04	2013/01/07	研究简报《销售为王》
05	2012/12/20	公司点评《在血糖监测系统的快车道上疾速前行》
06	2012/12/10	投资价值分析报告《国产血糖监测系统的领军者》
07	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 2: 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 3: 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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	160	209	339	471	635	810	货币资金	101	179	655	746	831	1,211
增长率	130.45%	30.7%	61.9%	39.0%	34.8%	27.5%	应收账款	10	10	16	20	26	34
营业成本	-58	-63	-101	-135	-177	-222	存货	14	23	37	40	52	66
% 销售成本	35.9%	29.9%	29.7%	28.7%	27.9%	27.4%	其他流动资产	4	6	181	185	187	191
毛利	103	147	238	336	459	588	流动资产	129	217	889	991	1,096	1,502
% 销售成本	64.1%	70.1%	70.3%	71.3%	72.2%	72.6%	% 总资产	87.9%	90.1%	94.0%	86.4%	76.5%	83.6%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-5	-7	-9	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售成本	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	固定资产	7	12	40	139	319	278
营业费用	-31	-35	-89	-124	-155	-181	% 总资产	4.7%	4.9%	4.2%	12.1%	22.3%	15.5%
% 销售成本	19.6%	16.5%	26.3%	26.3%	24.3%	22.3%	无形资产	10	12	12	12	12	13
管理费用	-12	-14	-28	-35	-48	-63	非流动资产	18	24	57	156	336	295
% 销售成本	7.5%	6.8%	8.3%	7.5%	7.5%	7.8%	% 总资产	12.1%	9.9%	6.0%	13.6%	23.5%	16.4%
息税前利润 (EBIT)	57	96	117	171	249	335	资产总计	146	241	946	1,147	1,433	1,797
% 销售成本	35.8%	45.7%	34.5%	36.3%	39.2%	41.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	3	16	22	25	32	应付账款	24	31	37	60	72	96
% 销售成本	-0.8%	-1.6%	-4.7%	-4.7%	-4.0%	-4.0%	其他流动负债	18	16	48	51	78	92
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0	流动负债	43	47	85	111	150	189
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	7	3	5	4	其他长期负债	12	15	16	16	16	16
% 税前利润	0.0%	0.0%	4.6%	1.7%	1.8%	1.1%	负债	55	62	101	127	166	205
营业利润	59	99	140	196	279	371	普通股股东权益	91	180	845	1,020	1,267	1,592
营业利润率	36.5%	47.4%	41.2%	41.6%	43.9%	45.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	5	4	10	7	8	8	负债股东权益合计	146	241	946	1,147	1,433	1,797
税前利润	63	103	150	203	287	379	比率分析						
利润率	39.4%	49.1%	44.1%	43.1%	45.2%	46.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-8	-15	-21	-29	-40	-53	每股指标						
所得税率	13.2%	14.3%	13.9%	14.1%	14.0%	14.1%	每股收益 (元)	0.831	1.336	1.464	1.321	1.872	2.467
净利润	55	88	129	174	247	326	每股净资产 (元)	1.384	2.720	9.604	7.724	9.596	12.063
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	1.016	1.302	1.467	1.386	2.078	2.797
归属于母公司的净利润	55	88	129	174	247	326	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.750	0.000	0.000	0.000
净利润率	34.2%	42.1%	38.0%	37.0%	38.9%	40.2%	回报率						
			35.3%	41.8%	31.7%		净资产收益率	60.05%	49.11%	15.24%	17.10%	19.51%	20.45%
现金流量表 (人民币百万元)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	37.46%	36.55%	13.61%	15.20%	17.25%	18.12%
净利润	55	88	129	174	247	326	投入资本收益率	-495.96%	14570.01%	53.11%	53.83%	49.14%	75.58%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	2	2	4	4	23	42	营业总收入增长率	130.45%	30.73%	61.89%	39.00%	34.80%	27.50%
非经营收益	-1	0	-21	-10	-14	-12	EBIT增长率	144.98%	66.89%	22.25%	46.21%	45.35%	34.55%
营运资金变动	11	-4	17	15	18	14	净利润增长率	110.40%	60.71%	46.13%	35.35%	41.75%	31.74%
经营活动现金净流	67	86	129	183	274	369	总资产增长率	105.50%	64.70%	292.35%	21.21%	24.90%	25.45%
资本开支	4	8	33	95	195	-7	资产管理能力						
投资	1	0	-154	0	0	0	应收账款周转天数	16.9	13.2	10.9	12.1	11.5	11.8
其他	0	0	6	3	5	4	存货周转天数	60.4	106.9	108.7	107.8	108.2	108.0
投资活动现金净流	-3	-8	-181	-92	-189	11	应付账款周转天数	28.3	23.9	20.4	22.1	21.3	21.7
股权募资	9	0	588	0	0	0	固定资产周转天数	14.0	15.6	13.8	10.3	58.7	77.4
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-14	0	-53	0	0	0	净负债/股东权益	-111.00%	-99.69%	-77.53%	-73.20%	-65.61%	-76.08%
筹资活动现金净流	-5	0	535	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-47.6	-28.1	-7.3	-7.7	-9.9	-10.4
现金净流量	59	78	482	91	85	380	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。