

## 三诺生物 (300298.SZ)

### 国内血糖监测系统的领军者

**评级:** 买入      **前次:** 买入  
**目标价 (元):** 69.65-  
 联系人: 分析师  
 陈景乐: 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8月5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)	49.34
市值(百万元)	6512.88
流通市值(百万元)	1628.22

#### 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	494.73	696.71	921.25
营业收入增速	30.73%	61.89%	45.89%	40.83%	32.23%
净利润增长率	60.71%	46.13%	38.34%	47.20%	37.69%
摊薄每股收益 (元)	1.34	1.46	1.35	1.99	2.74
前次预测每股收益 (元)	1.34	1.46	1.32	1.87	2.47
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	42.59	28.93	21.01
PEG	0.00	0.84	1.11	0.61	0.56
每股净资产 (元)	2.72	9.60	7.75	9.74	12.48
每股现金流量	1.30	1.47	1.43	2.22	3.10
净资产收益率	49.11%	15.24%	17.41%	20.40%	21.93%
市净率	0.00	5.89	7.42	5.90	4.61
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

- 国内血糖监测系统空间大, 发展快:** 我国目前拥有糖尿病患者 9240 万人, 前期人数达 1.48 亿人, 与欧美国家 90% 以上的血糖仪渗透率相比, 我国仅 6.7%, 未来发展空间广阔。另外我国血糖仪渗透率已从 2004 年的 1.5% 增长至 2010 年的 6.7%, 年复合增长率高达 28%, 行业发展极其迅速。
- 国产品牌崛起, OTC 市场进口替代正当时:** 随着血糖仪技术的日趋成熟, 国产品牌和外资品牌在核心技术上并无显著差异。因此, 在 OTC 市场, 由于糖尿病患者对价格敏感且产品的转换成本低, 国产品牌有望迅速崛起, 我们预计国产品牌 OTC 市场的份额有望从 2010 年的 50% 提升至 2015 年的 62%, 终端销售规模达到 49.2 亿元 (假设血糖试条售价维持在 2.5 元/条)。
- 三诺凭借精准的营销定位和精细化的营销管理能力, 有望成为国内血糖监测系统的领军者:** 2012 年公司国内收入 2.89 亿元, 同比增长 56%, 大幅超越行业的平均增速。研究公司的成长路径以及结合经销商的草根调研结果, 我们认为三诺的成功之道在于其精准的营销定位和精细化的营销管理能力。
  - 精准的营销定位:** 公司安稳型血糖监测系统的终端零售价一般在 150 元左右 (一台血糖仪+50 根试条), 与外资品牌好几百的价格相比, 公司产品主要定位于二三线城市, 凭借目前 400 人左右的营销团队, 公司已将销售渠道下沉到县级城市。从我们草根调研的情况来看, 2013 年上半年河南、辽宁、河北、湖南四大省份的销售情况名列各大省份前茅。
  - 精细化的营销管理能力:** 与国内其他血糖监测系统的生产厂家相比, 三诺目前投入的人数最多, 可以达到精细化的营销管理。如业务员药店终端的定期拜访和需求调研、产品展柜陈列位置等细节上的掌控; 而对于渠道商, 公司统一了出厂价, 推出了防窜货奖励, 也进一步增强了渠道商对公司的粘性。从我们草根调研经销商的反馈来看, 其上半年血糖仪的销量任务也超预期完成。我们认为,

随着公司销售人员业务的逐步成熟，未来单人产出将有很大的提升空间。

**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	100 多人	约 400 人, 其中 10 人左右负责医院市场	共 444 人(全部产品), 其中 30 多人负责医院市场	129 人(全部产品)
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, 重点区域在河南、辽宁、河北、湖南	OTC 渠道尚在铺货中, 已进入近 15 家三甲医院	北京、天津、广州、上海和深圳是重点区域, 采用直营店模式
2012 年国内销售额	超过 2.75 亿元	2.89 亿元	1500 万元	2300 万元

来源: 齐鲁证券研究所

- **产能瓶颈解决在即, 海外市场值得期待:** 公司 7 月底已进入生产线试生产阶段, 条件成熟后产能将全部转移至新厂房。届时产能将扩大至年产血糖仪 200 万台, 血糖试条 5 亿支 (原来年产血糖仪 50 万台, 血糖试条 1 亿支), 公司产能瓶颈解决在即, 下半年有望迎来加速增长。另外公司上半年获得古巴和委内瑞拉共约 5200 万元的订单, 较 2012 年海外订单增长 42%, 未来随着公司在海外新兴市场的进一步推广, 海外市场值得期待。
- **盈利预测和投资建议:** 鉴于草根调研到的经销商销售情况, 我们调整盈利预测, 预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 4.93、6.86、9.09 亿元, 同比增速为 46.2%、39.1%、32.6%; 归属母公司净利润分别为 1.78、2.62、3.61 亿元, 同比增速为 38.3%、47.2%、37.7%; 2013-2015 年对应的 EPS 为 1.35 (+0.03)、1.99 (+0.12)、2.74 (+0.27) 元。给予 2014 年 35 倍 PE, 目标价 69.65 元, 再次重申“买入”评级。
- **风险提示:** 产品单一的风险、毛利率下滑的风险、出口业务不稳定的风险

**图表 2: 齐鲁证券对三诺生物的一系列报告**

序号	日期	报告标题
01	2013/08/04	公司点评《上半年费用投入高, 下半年有望迎来收获》
02	2013/07/11	公司点评《海外订单再至》
03	2013/04/21	公司点评《国内销售依然高速增长》
04	2013/03/04	公司点评《海外订单如期而至》
05	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》
06	2013/01/07	研究简报《销售为王》
07	2012/12/20	公司点评《在血糖监测系统的快车道上疾速前行》
08	2012/12/10	投资价值分析报告《国产血糖监测系统的领军者》
09	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: 三诺生物的 SWOT 分析**

优势 (S)	劣势 (W)
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 国内较早突破技术壁垒，规模化生产血糖试条的企业，且试条批次间质量已稳定。</li> <li>● 在与国际品牌技术性能接近的基础上，劳动力成本和原材料成本具有优势，产品的价格相比国外同类产品低 <b>30%</b> 以上。</li> <li>● 现金牛公司，一般以预收款形式销售血糖监测系统，公司财务非常健康。</li> <li>● 公司销售定位清晰，目标二三线城市，并将渠道进一步下沉到县级城市，销售团队已扩充至 400 人，力争将 OTC 渠道做精做深。</li> <li>● 作为本土企业，公司能够更好理解中国消费者的需求，更加熟悉中国这个特殊的市场。企业经营运作方式灵活丰富。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 血糖监测系统本身的技术壁垒在于血糖试条批次间的稳定性，需要时间的考验，而血糖仪本身的研发壁垒并不高，所以国内新进入者较多，但能否成功尚需时间检验。</li> <li>● 新进入者可能会使行业竞争加剧，导致价格战，产品毛利率下滑。</li> <li>● 目前血糖监测系统仅在 OTC 渠道销售，医院渠道销售尚无明显进展。</li> </ul>
机会 (O)	挑战 (T)
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 我国糖尿病患者 9240 万人，前期人数达 1.48 亿人，与欧美国家 90% 以上的血糖仪渗透率相比，我国仅 6.7%，未来成长空间广阔。</li> <li>● 医院市场血糖监测系统国际品牌占比超过 90%，未来在国家支持和鼓励使用国产医疗器械的政策陆续出台后，本土企业有望迎来进口替代的机会。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 中国的劳动力成本和生产资料成本在不断上涨，中国企业拥有的成本优势在降低。</li> <li>● 不排除国际品牌将生产基地往中国、印度等新兴市场转移，以降低生产成本，而这将进一步加剧行业竞争。</li> </ul>

来源：齐鲁证券研究所

**图表 4: 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
<b>内销-血糖仪 (包括STX-1, 安稳、安准型血糖仪)</b>					
销售收入	50.80	54.62	73.23	87.87	105.45
增长率 (YOY)	-1.57%	7.52%	34.07%	20.00%	20.00%
毛利率	42.20%	7.32%	1.49%	1.49%	1.49%
销售成本	29.36	50.62	72.14	86.56	103.88
增长率 (YOY)	65.35%	72.41%	42.50%	20.00%	20.00%
毛利	21.44	4.00	1.09	1.31	1.57
增长率 (YOY)	-36.67%	-81.36%	-72.70%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	24.25%	16.20%	14.80%	12.61%	11.45%
占主营业务利润比重	14.64%	1.69%	0.31%	0.26%	0.23%
<b>外销-血糖仪 (包括STX-1, 安稳、安准型血糖仪)</b>					
销售收入	3.03	3.80	3.20	3.20	3.20
增长率 (YOY)	-81.34%	25.29%	-15.81%	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	2.54	2.54	2.54
增长率 (YOY)	-80.13%	36.01%	-15.81%	0.00%	0.00%
毛利	0.81	0.78	0.66	0.66	0.66
增长率 (YOY)	-84.01%	-3.92%	-15.81%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.45%	1.13%	0.65%	0.46%	0.35%
占主营业务利润比重	0.56%	0.33%	0.19%	0.13%	0.10%
<b>内销-血糖仪试条</b>					
销售收入	134.32	234.46	356.32	532.84	727.73
增长率 (YOY)	180.21%	74.55%	51.97%	49.54%	36.58%
毛利率	81.44%	85.26%	86.82%	84.89%	84.10%
销售成本	24.93	34.57	46.97	80.49	115.71
增长率 (YOY)	128.79%	38.69%	35.86%	71.38%	43.77%
毛利	109.40	199.89	309.36	452.35	612.02
增长率 (YOY)	195.34%	82.72%	54.76%	46.22%	35.30%
占总销售额比重	64.12%	69.52%	72.02%	76.48%	78.99%
占主营业务利润比重	74.69%	84.46%	87.22%	89.55%	90.94%
<b>外销-血糖仪试条</b>					
销售收入	21.32	44.37	56.98	65.30	73.62
增长率 (YOY)	-52.02%	108.16%	28.42%	14.60%	12.74%
毛利率	69.49%	72.11%	72.11%	72.11%	72.11%
销售成本	6.50	12.38	15.90	18.22	20.54
增长率 (YOY)	-63.70%	90.33%	28.42%	14.60%	12.74%
毛利	14.81	31.99	41.09	47.09	53.09
增长率 (YOY)	-44.14%	115.99%	28.42%	14.60%	12.74%
占总销售额比重	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—
<b>新产品-微量白蛋白测试条</b>					
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%	1.01%	1.08%	1.22%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.70%	0.74%	0.84%
<b>销售收入小计</b>	<b>209.47</b>	<b>337.25</b>	<b>494.73</b>	<b>696.71</b>	<b>921.25</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>63.01</b>	<b>100.59</b>	<b>140.04</b>	<b>191.56</b>	<b>248.29</b>
<b>毛利</b>	<b>146.46</b>	<b>236.67</b>	<b>354.69</b>	<b>505.15</b>	<b>672.96</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>69.92%</b>	<b>70.17%</b>	<b>71.69%</b>	<b>72.51%</b>	<b>73.05%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 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
<b>营业总收入</b>	<b>160</b>	<b>209</b>	<b>339</b>	<b>495</b>	<b>697</b>	<b>921</b>
增长率	130.45%	30.7%	61.9%	45.9%	40.8%	32.2%
营业成本	-58	-63	-101	-140	-192	-248
%销售收入	35.9%	29.9%	29.7%	28.3%	27.5%	27.0%
毛利	103	147	238	355	505	673
%销售收入	64.1%	70.1%	70.3%	71.7%	72.5%	73.0%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-6	-8	-11
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%
营业费用	-31	-35	-89	-130	-170	-206
%销售收入	19.6%	16.5%	26.3%	26.3%	24.3%	22.3%
管理费用	-12	-14	-28	-41	-58	-76
%销售收入	7.5%	6.8%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	57	96	117	178	270	380
%销售收入	35.8%	45.7%	34.5%	36.0%	38.7%	41.3%
财务费用	1	3	16	22	25	33
%销售收入	-0.8%	-1.6%	-4.7%	-4.5%	-3.6%	-3.6%
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%	1.6%	1.7%	1.0%
营业利润	59	99	140	203	300	417
营业利润率	36.5%	47.4%	41.2%	41.0%	43.1%	45.3%
营业外收支	5	4	10	7	8	8
税前利润	63	103	150	210	309	425
利润率	39.4%	49.1%	44.1%	42.4%	44.3%	46.1%
所得税	-8	-15	-21	-31	-46	-64
所得税率	13.2%	14.3%	13.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	55	88	129	178	262	361
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	178	262	361
净利率	34.2%	42.1%	38.0%	36.0%	37.7%	39.2%
				38.3%	47.2%	37.7%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	55	88	129	178	262	361
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	17	22	18
经营活动现金净流	67	86	129	189	293	409
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	97	104	421
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	101	179	655	753	856	1,277
应收账款	10	10	16	21	28	38
存货	14	23	37	41	57	73
其他流动资产	4	6	181	185	188	193
流动资产	129	217	889	1,000	1,129	1,581
%总资产	87.9%	90.1%	94.0%	86.5%	77.1%	84.3%
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%	12.0%	21.8%	14.8%
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%	13.5%	22.9%	15.7%
资产总计	146	241	946	1,156	1,466	1,877
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	24	31	37	63	79	109
其他流动负债	18	16	48	54	85	105
流动负债	43	47	85	116	164	214
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	133	180	230
普通股股东权益	91	180	845	1,023	1,286	1,647
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	146	241	946	1,156	1,466	1,877
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	1.350	1.987	2.736
每股净资产 (元)	1.384	2.720	9.604	7.753	9.740	12.477
每股经营现金净流 (元)	1.016	1.302	1.467	1.433	2.221	3.101
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%	17.41%	20.40%	21.93%
总资产收益率	37.46%	36.55%	13.61%	15.42%	17.90%	19.25%
投入资本收益率	-495.96%	14570.01%	53.11%	55.83%	53.43%	87.38%
增长率						
营业总收入增长率	130.45%	30.73%	61.89%	45.89%	40.83%	32.23%
EBIT 增长率	144.98%	66.89%	22.25%	51.86%	51.75%	40.94%
净利润增长率	110.40%	60.71%	46.13%	38.34%	47.20%	37.69%
总资产增长率	105.50%	64.70%	292.35%	22.17%	26.78%	28.06%
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	9.8	53.5	68.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-111.00%	-99.69%	-77.53%	-73.53%	-66.59%	-77.53%
EBIT 利息保障倍数	-47.6	-28.1	-7.3	-8.0	-10.6	-11.6
资产负债率	37.62%	25.57%	10.68%	11.47%	12.28%	12.25%

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。