医疗器械

署名人：王威

S0960512090001

0755-82026824

wangwei5@cjis.cn

署名人：周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

三诺生物 300298 推荐

血糖仪高速增长，费用拖累业绩

公司 8 月 12 日晚公布中报：收入 2.11 亿，同比增 29.17%；净利润 0.699 亿，同比增 16.52%（扣非后增长 7.6%），eps0.53 元，低于市场预期。

投资要点：

- **利润低于预期主要是费用影响。**收入增长 29.17%，国内市场增长 40%，符合预期；海外收入 2935 万，同比下滑 8.6%，主要跟收入确定时点有关系。**毛利率下滑是因为仪器（毛利较低）收入占比大幅提高，**仪器增速 70.42%，大幅高于试条增速（21.62%，也受海外收入确认时点影响），仪器和试条毛利率均约上升 2 个百分点。**销售费用 5185 万，同比增长 51%，主要是人员工资和促销等费用增长较快；管理费用 1526 万，增长 57.7%，主要是研发费用增长了 114%。经营现金流同比大幅下降 62%，**跟经销商授信（授信较年初增加了 3000 万，年底会回收）以及当期缴纳去年的税有关。
- **出口预计较快增长。**3 月 4 日公告 TISA 公司的古巴订单：金额 476.8 万美元（2969 万）；6 月 20 日公告委内瑞拉订单：总金额 358 万美元（2190 万）。预计古巴订单今年能确认且委内瑞拉有望确认一半，**全年海外收入预计在 6300 万左右，较 12 年增长 30%左右。**在巴基斯坦、俄罗斯、印度等地均已有少量前期销售，13-14 年有望逐步放量。
- **快速增长的血糖仪有望对接即将新增的试条产能。**公司加大了仪器的投放量，上半年血糖仪增长 70%。新厂房于 7 月份开始小批量试产，满产后单班试条产能为 5 亿支，较现有 3 亿多的产能大幅增加。
- **新产品有序推出，目前量较小。**安信和稳益血糖仪、尿酸、尿微量白蛋白等新产品已经开始投放市场，目前量都较小。专门针对医院市场的血糖监测产品今年下半年有望推出。
- **推荐投资评级。**不考虑并购等，我们预测 13-15 年 EPS 为 1.31、1.73、2.27 元，对应 PE 为 40、30、23，给予 12 个月目标价 61 元，维持推荐评级。

风险提示：产品较单一风险，市场竞争加剧风险

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	339	489	664	856
收入同比(%)	62%	44%	36%	29%
归属母公司净利润	129	173	229	300
净利润同比(%)	46%	35%	32%	31%
毛利率(%)	70.3%	66.9%	66.2%	66.5%
ROE(%)	15.2%	18.2%	19.4%	20.3%
每股收益(元)	0.98	1.31	1.73	2.27
P/E	53.99	40.13	30.40	23.18
P/B	8.23	7.30	5.89	4.70
EV/EBITDA	50	34	25	19

资料来源：中投证券研究所

6－12 个月目标价： 61.00 元

当前股价： 52.69 元

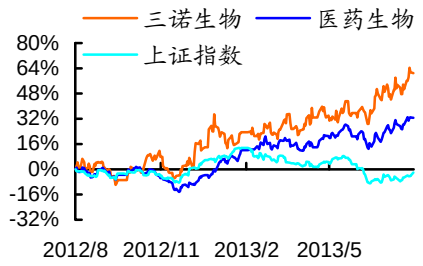
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2101.28
总股本(百万)	132
流通股本(百万)	33
流通市值(亿)	17
EPS	0.53
每股净资产（元）	6.43
资产负债率	9.2%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
三诺生物	7.95%	21.13%	30.33%
医药生物	7.35%	9.45%	18.27%
上证指数	3.03%	-6.48%	-13.61%



相关报告

三诺生物－1 季报符合预期，国内市场高增长 2013-4-21

三诺生物－年报符合预期，有望持续高增长 2013-2-5

三诺生物－三季报符合预期，增长势头良好 2012-10-22

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	889	892	1037	1325
现金	655	797	905	1156
应收账款	14	18	27	33
其它应收款	2	6	6	9
预付账款	7	12	16	21
存货	37	59	82	105
其他	175	0	1	1
非流动资产	57	159	260	297
长期投资	0	0	0	0
固定资产	15	79	160	215
无形资产	12	12	12	12
其他	31	68	89	70
资产总计	946	1051	1297	1621
流动负债	85	84	101	125
短期借款	0	0	0	0
应付账款	8	11	16	20
其他	77	73	84	105
非流动负债	16	15	16	15
长期借款	0	0	0	0
其他	16	15	16	15
负债合计	101	99	116	140
少数股东权益	0	0	0	0
股本	88	132	132	132
资本公积	572	528	528	528
留存收益	185	293	521	821
归属母公司股东权益	845	952	1181	1481
负债和股东权益	946	1051	1297	1621

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	129	244	197	276
净利润	129	173	229	300
折旧摊销	3	3	8	14
财务费用	-16	-19	-21	-25
投资损失	-7	-4	0	0
营运资金变动	17	88	-19	-13
其它	3	3	1	-0
投资活动现金流	-187	-56	-110	-50
资本支出	33	110	110	50
长期投资	-160	0	0	0
其他	-314	54	0	0
筹资活动现金流	535	-47	21	25
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	22	44	0	0
资本公积增加	559	-44	0	0
其他	-46	-47	21	25
现金净增加额	476	141	108	251

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	339	489	664	856
营业成本	101	162	225	287
营业税金及附加	4	6	8	10
营业费用	89	112	149	188
管理费用	28	32	41	51
财务费用	-16	-19	-21	-25
资产减值损失	0	2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	7	4	0	0
营业利润	140	199	262	345
营业外收入	11	3	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	150	202	266	349
所得税	21	28	37	49
净利润	129	173	229	300
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	129	173	229	300
EBITDA	127	183	249	334
EPS（元）	1.46	1.31	1.73	2.27

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	61.9%	44.1%	35.9%	29.0%
营业利润	40.6%	42.2%	32.0%	31.6%
归属于母公司净利润	46.1%	34.5%	32.0%	31.1%
获利能力				
毛利率	70.3%	66.9%	66.2%	66.5%
净利率	38.0%	35.5%	34.5%	35.0%
ROE	15.2%	18.2%	19.4%	20.3%
ROIC	71.7%	91.6%	71.5%	81.3%
偿债能力				
资产负债率	10.7%	9.4%	8.9%	8.6%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	10.48	10.64	10.31	10.61
速动比率	10.05	9.93	9.49	9.77
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.49	0.57	0.59
应收账款周转率	32	30	30	29
应付账款周转率	17.88	17.34	16.68	15.86
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.98	1.31	1.73	2.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.85	1.49	2.09
每股净资产(最新摊薄)	6.40	7.22	8.95	11.22
估值比率				
P/E	53.99	40.13	30.40	23.18
P/B	8.23	7.30	5.89	4.70
EV/EBITDA	50	34	25	19

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐,中投医药团队荣誉： 2007——2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，10 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及部分中药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434