

三诺生物 (300298.SZ)

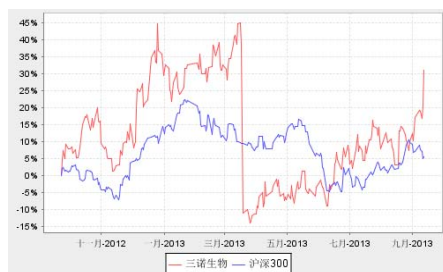
印度设立子公司，海外市场进一步扩张

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **69.65-**
 分析师: 陈景乐, CPA 曾晖
 S0740513070002 S0740513010001
 021-20315157 021-20315169
 chenjl@r.qlzq.com.cn zenghui@r.qlzq.com.cn
 2013年9月30日 中小市值研究小组

基本状况

总股本(百万股)	132.00
流通股本(百万股)	33.00
市价(元)	60.62
市值(百万元)	8001.84
流通市值(百万元)	2000.46

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	494.96	696.97	921.54
营业收入增速	30.73%	61.89%	45.95%	40.81%	32.22%
净利润增长率	60.71%	46.13%	38.43%	47.18%	37.68%
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)	—	—	—	—	—
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	42.56	28.92	21.00
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%	17.42%	20.41%	21.94%
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

- **事件:** 2013年9月28日, 公司发布对外投资公告, 拟在印度出资99万卢比(折合人民币9.57万元)设立子公司。在印度成立的子公司投资总额不超过人民币100万元(折合印度卢比约1035万元), 根据三诺生物印度子公司的发展需要逐步到位。
- **点评:** 研究表明, 目前印度市场估计有5000万糖尿病患者, 是仅次于中国的糖尿病第二大国家。进军印度市场, 公司的血糖监测系统市场空间有望进一步扩容。其次, 公司授权印度子公司在其字号中使用“三诺生物(sannuo)”字样; 授权子公司使用“三诺生物(sannuo)”图形和文字商标用于注册。这意味着公司将首次以自有品牌进入海外市场, 而不是采取贴牌代理的模式。目前印度市场没有本土品牌的血糖监测产品, 主要进口品牌包括罗氏、强生、拜耳、雅培等。公司产品有望凭借高性价比的特点满足当地市场的需求, 与同类产品相比具有一定的竞争优势。
- **自我们2012年12月11日发布公司报价报告并在2013年8月4日发布研究简报推荐三诺生物以来, 公司股价已累计上涨81%。公司未来的看点在于:**
 - **国内市场需求有望超预期。** 据最新发布的《中国成人糖尿病流行与控制现状》报告显示, 我国糖尿病患者人数已经从9240万增长至1.14亿, 前期糖尿病患者人数高达4.93亿。糖尿病和前期糖尿病患者人数超预期有望增加对血糖监测系统的需求。
 - **海外市场或存亮点。** 公司产品此前主要通过TISA代理进入古巴和委内瑞拉两个国家。根据2013年半年报显示, 公司海外收入2936万元, 而对TISA的收入为2891万元, 45万元的差额主要来自于新兴市场的业务渠道贡献, 一旦其中1-2个国家有规模需求了, 出口业务将出现亮点。另外公司也将在印度市场设立子公司, 海外扩张速度进一步加快。

- **增资糖护科技，提升客户粘性。**公司此前公告与创新工场共同出资人民币 300 万元对糖护科技进行增资，其中公司出资人民币 120 万元，创新工场出资人民币 180 万元。本次增资完成后，公司与创新工场获得糖护科技的股权比例分别为 8%和 12%。糖护科技通过手机智能血糖仪终端和手机端应用程序以及云端的数据库，以“设备+应用+服务”的创新商业模式，帮助糖尿病患者实现简单方便的血糖监测、数据存储自由分享及远程问诊、日常饮食运动及药物的提醒和建议、病友社交网络的控糖经验交流分享这一全方位闭环的糖尿病自我管理系统的。三诺生物率先与互联网公司合作推出新产品，将有助于提升客户粘性。
- **盈利预测与投资建议：**由于公司的股权激励方案仍具有不确定性，我们暂时维持前期的盈利预测，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、1.99、2.74 元。给予 2014 年 35 倍 PE，目标价 69.65 元，维持“买入”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	2013/09/02	公司点评《股权激励彰显信心》
02	2013/08/13	公司点评《费用高企拉低上半年业绩》
03	2013/08/04	研究简报：国内血糖监测系统的领军者
04	2013/07/11	公司点评《上半年费用投入高，下半年有望迎来收获》
05	2013/06/21	公司点评《海外订单再至》
06	2013/04/21	公司点评《国内销售依然高速增长》
07	2013/03/04	公司点评《海外订单如期而至》
08	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》
09	2013/01/07	研究简报《销售为王》
10	2012/12/20	公司点评《在血糖监测系统的快车道上疾速前行》
11	2012/12/10	投资价值分析报告《国产血糖监测系统的领军者》
12	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	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%
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	3.20	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%
内销-血糖仪试条					
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%
外销-血糖仪试条					
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	—	—	—	—	—
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%	1.01%	1.08%	1.22%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.70%	0.74%	0.84%
销售收入小计	209.47	337.25	494.73	696.71	921.25
销售成本小计	63.01	100.59	140.04	191.56	248.29
毛利	146.46	236.67	354.69	505.15	672.96
平均毛利率	69.92%	70.17%	71.69%	72.51%	73.05%

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	160	209	339	495	697	921
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。