三诺生物(300298.SZ)

业绩环比改善，致力打造“血糖仪专家”

评级：买入　前次：买入
目标价（元）：69.65

分析师
陈景乐,CPA
S0740513070002
021-20315157
chenjl@r.qlzq.com.cn

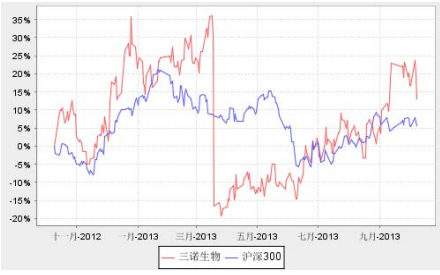
分析师
曾晖
S0740513010001
021-20315169
zenghui@r.qlzq.com.cn

2013 年 10 月 25 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)	55.72
市值(百万元)	7355.04
流通市值(百万元)	1838.76

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 10 月 24 日晚，公司发布 2013 年三季度报告，前三季度实现营业收入 3.42 亿元，同比增长 35.5%；归属于上市公司股东的净利润 1.21 亿元，同比增长 29.4%，处于业绩预告 15%-35%的较上限，符合我们的预期。

- **点评：**从 Q3 单季度情况来看，公司实现营业收入 1.31 亿元，同比增长 47.1%，环比增长 20.4%；归属于母公司股东的净利润 0.51 亿元，同比增长 52.8%，环比增长 68.6%；Q3 业绩环比大幅改善。从收入结构来看，Q3 国内收入 1.07 亿元，同比增长 25%；国外收入约 2300 万元，去年同期仅 350 万元左右。公司 9 月末预收账款余额较 6 月末增加了 1024 万元（不含税约 875 万元），假设产品能够及时在 Q3 发货的话，国内理论收入增速将达 36%，将延续上半年快速增长的态势。公司 Q3 综合毛利率为 65.19%，同比下滑了 5.94 个百分点，这主要是由于 2013 年 Q3 国外收入占比达 18%（去年同期占比 4%），而国外订单的毛利率由于规模化采购，普遍低于国内产品。我们预计随着四季度海外销售占比下降，综合毛利率有望同比增加。公司 Q3 三项费用率为 27.30%，同比下滑了 7.08%，主要是随着销售团队的稳定和成熟，单人产出有较大幅度的提升。

- **未来看点：**

  - **研发实力加强，新产品加速推出：**公司 9 月 2 日新聘任蔡晓华博士担任公司副总经理、首席科学家，蔡博士拥有多年外企血糖检测和现代传感领域的经验，有效弥补了公司研发上的短板；另外公司将在 11 月 3 日-6 日携新品 VI 血糖系统参加第 70 届中国国际医疗器械（秋季）博览会，印证我们对公司加速推出新产品的判断。另一方面，公司将加快开发针对移动终端平台的智能血糖仪，为公司基于移动物联网平台的糖尿病预防、监测、诊断等数字化管理服务领域及相关云端数据建设等领域业

务的开拓奠定基础。

- **营销范围加大，医院市场和海外市场值得期待：**我们预计公司将逐步推出针对医院市场的血糖监测系统，并加快医院市场营销团队的建设，进一步提高产品渗透率和品牌影响力；另外在海外市场，除了协助TISA开拓加勒比海及拉美市场之外，公司也将在世界第二大糖尿病国家印度以自有品牌进行市场开拓。

- **盈利预测和投资建议：**由于公司的股权激励方案尚具有不确定性，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	2013/09/29	公司点评《印度设立子公司，海外市场进一步扩张》
02	2013/09/02	公司点评《股权激励彰显信心》
03	2013/08/13	公司点评《费用高企拉低上半年业绩》
04	2013/08/04	研究简报：国内血糖监测系统的领军者
05	2013/07/11	公司点评《上半年费用投入高，下半年有望迎来收获》
06	2013/06/21	公司点评《海外订单再至》
07	2013/04/21	公司点评《国内销售依然高速增长》
08	2013/03/04	公司点评《海外订单如期而至》
09	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》
10	2013/01/07	研究简报《销售为王》
11	2012/12/20	公司点评《在血糖监测系统的快车道上疾速前行》
12	2012/12/10	投资价值分析报告《国产血糖监测系统的领军者》
13	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-尿微量白蛋白测试条					
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
应收款项	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
应付款项	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。