

医疗器械

报告原因：三季报公布

2013年10月28日

市场数据：2013年10月25日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 55.69 |
| 一年内最高/最低(元) | 61.90/28.91 |
| 市净率 | 8.17 |
| 市盈率 | 53.0 |
| 流通A股市值(百万元) | 1838 |

基础数据：2013年9月30日

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元) | 6.82 |
| 资产负债率% | 10.52 |
| 总股本/流通A股(百万) | 132/33 |
| 流通B股/H股(百万) | |

相关研究

1. 《三诺生物(300298)中报点评：国内销售继续高增长，费用上升影响短期业绩》，2013.08.13
2. 《三诺生物(300298)中报预告点评：费用有所上升影响利润增速，下半年增长将加速》，2013.07.12
3. 《三诺生物(300298)点评报告：海外订单接踵而来，未来将不断超预期》，20130619
4. 《三诺生物(300298)深度报告：成本、渠道优势显著，尽享行业高景气》，20130613
5. 《糖尿病诊疗行业深度报告：完善产品线，稳扎基层，分享蓝海》，20120926

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：林小伟

021-38529769

linxiaowei@sxzq.com

销售联系人：张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

三诺生物 (300298)

维持

仪器投放策略逐步见效，业绩加速趋势确立

增持

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

| | 营业收入 | 营业成本 | 净利润 | 每股收益 | 市盈率 |
|-------|--------|--------|--------|------|------|
| 2012A | 339.12 | 100.64 | 128.83 | 0.98 | 57.1 |
| 2013E | 496.18 | 145.56 | 174.28 | 1.32 | 42.2 |
| 2014E | 669.55 | 182.37 | 236.73 | 1.79 | 31.1 |
| 2015E | 860.86 | 231.27 | 310.32 | 2.35 | 23.7 |

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

事件：公司公布2013年三季报，前三季度公司实现营业收入3.42亿元，同比增长35.50%，归属母公司净利润1.21亿元，同比增长29.42%，扣非净利润1.12亿元，同比增长21.61%，EPS 1.07元，经营性现金流量净额5661万元。

● **三季度收入、利润增速均加快，符合我们预期。**第三季度(7-9月)公司实现营业收入1.31亿元，同比增长47.16%，环比增长20.43%；归属母公司净利润5068万元，同比增长52.76%，环比增长68.65%；Q3业绩较上半年大幅改善，基本符合我们此前的判断。我们判断公司业绩加速主要原因是公司今年血糖仪投放力度加大、仪器投放策略逐步见效加速滚动试条销量的增长、以及出口销量增长所致，继续看好公司第四季度继续加速增长。

● **仪器投放力度加大，未来几年产能无忧。**报告期内，公司综合毛利率为66.06%，同比下降3.55个pp，主要原因是产品结构发生变化(上半年低毛利的仪器投放力度加大，同比大幅增长70.42%，占比提升，而试条同比增长21.62%)、以及因产能受限致高毛利率的免调码试条占比降低所致。目前公司募投项目“生物传感器生产基地”已于10月份正式投产，产能瓶颈解决，完全达产后可实现年产血糖仪200万台，配套血糖试纸5亿条，未来几年产能无忧。预计随着公司新增仪器带动更多试条销量的增长以及免调码试条产能释放收入占比的提升，公司综合毛利率会逐步回升。

● **维持“增持”评级。**国内血糖监测系统市场空间广阔，未来几年仍将维持高速增长中，公司是国内龙头企业，我们认为公司可凭借成本和渠道的显著优势最能受益该行业的高景气。我们小幅上调盈利预测，预计公司13-15年净利润分别同比增长35.3%、35.8%、31.1%，EPS分别为1.32元、1.79元、2.35元/股。血糖监测系统行业空间广阔将持续高景气，公司是国内龙头、核心竞争优势显著最能受益，我们维持“增持”评级。

● **风险提示。**产品过于单一的风险；新进入者增多导致市场竞争程度超预期。

| 财务报表预测与财务指标 | | | | | | 更新日期: 13/10/25 | | | | | |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|---------|----------|----------|----------|
| 单位: 百万 | | | | | | | | | | | |
| 利润表 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 资产负债表 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 209.47 | 339.12 | 496.18 | 669.55 | 860.86 | 现金 | 178.95 | 655.30 | 551.32 | 600.00 | 720.00 |
| YOY(%) | 30.7% | 61.9% | 46.3% | 34.9% | 28.6% | 交易性金融资产 | 0.00 | 36.24 | 36.24 | 36.24 | 36.24 |
| 营业成本 | 62.67 | 100.64 | 145.56 | 182.37 | 231.27 | 应收款项净额 | 9.85 | 16.13 | 23.60 | 31.85 | 40.95 |
| 营业税金及附加 | 2.28 | 3.98 | 5.95 | 8.03 | 10.33 | 存货 | 22.88 | 37.05 | 51.71 | 62.10 | 78.97 |
| 销售费用 | 34.54 | 89.33 | 119.08 | 167.39 | 206.61 | 其他流动资产 | 5.51 | 144.69 | 211.70 | 285.67 | 367.30 |
| 占营业收入比(%) | 16.5% | 26.3% | 24.0% | 25.0% | 24.0% | 流动资产总额 | 217.19 | 889.41 | 874.57 | 1,015.86 | 1,243.45 |
| 管理费用 | 13.90 | 27.49 | 42.17 | 53.56 | 68.87 | 固定资产净值 | 10.95 | 15.02 | 154.25 | 189.70 | 203.03 |
| 占营业收入比(%) | 6.6% | 8.1% | 8.5% | 8.0% | 8.0% | 减:资产减值准备 | 0.09 | (0.34) | (3.49) | (4.29) | (4.60) |
| EBIT | 95.82 | 117.15 | 182.94 | 257.73 | 343.32 | 固定资产净额 | 11.04 | 14.68 | 150.76 | 185.41 | 198.43 |
| 财务费用 | (3.41) | (15.96) | (18.10) | (16.78) | (17.76) | 工程物资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 占营业收入比(%) | -1.6% | -4.7% | -3.6% | -2.5% | -2.1% | 在建工程 | 0.78 | 25.39 | 26.20 | 20.54 | 12.32 |
| 资产减值损失 | 0.09 | (0.34) | (1.00) | (1.00) | (1.00) | 固定资产清理 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 6.87 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 固定资产总额 | 11.82 | 40.07 | 176.96 | 205.95 | 210.75 |
| 营业利润 | 99.32 | 139.64 | 200.04 | 273.51 | 360.09 | 无形资产 | 11.24 | 11.55 | 11.09 | 10.63 | 10.16 |
| 营业外净收入 | 3.59 | 10.03 | 5.00 | 5.00 | 5.00 | 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 102.92 | 149.67 | 205.04 | 278.51 | 365.09 | 其他长期资产 | 0.93 | 5.24 | 5.24 | 5.24 | 5.24 |
| 所得税 | 14.75 | 20.84 | 30.76 | 41.78 | 54.76 | 资产总额 | 241.18 | 946.27 | 1,067.85 | 1,237.67 | 1,469.61 |
| 所得税率(%) | 14.3% | 13.9% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 循环贷款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 16.71 | 52.89 |
| 净利润 | 88.17 | 128.83 | 174.28 | 236.73 | 310.32 | 应付款项 | 3.23 | 8.02 | 11.19 | 13.44 | 17.09 |
| 占营业收入比(%) | 42.1% | 38.0% | 35.1% | 35.4% | 36.0% | 预提费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他流动负债 | 43.68 | 76.82 | 106.59 | 137.58 | 173.03 |
| 归属母公司净利润 | 88.16 | 128.83 | 174.28 | 236.73 | 310.32 | 流动负债 | 46.91 | 84.84 | 117.78 | 167.74 | 243.01 |
| YOY(%) | 60.7% | 46.1% | 35.3% | 35.8% | 31.1% | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| EPS (元) | 0.67 | 0.98 | 1.32 | 1.79 | 2.35 | 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | | 其他长期负债 | 14.76 | 16.26 | 17.76 | 19.26 | 20.76 |
| 主要财务比率 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 负债总额 | 61.67 | 101.10 | 135.54 | 187.00 | 263.77 |
| 成长能力 | | | | | | 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业收入 | 30.7% | 61.9% | 46.3% | 34.9% | 28.6% | 股东权益 | 179.51 | 845.18 | 932.32 | 1,050.69 | 1,205.85 |
| 营业利润 | 69.7% | 40.6% | 43.3% | 36.7% | 31.7% | 负债和股东权益 | 241.18 | 946.28 | 1,067.86 | 1,237.68 | 1,469.62 |
| 净利润 | 60.7% | 46.1% | 35.3% | 35.8% | 31.1% | | | | | | |
| 获利能力 | | | | | | 现金流量表 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 毛利率(%) | 70.1% | 70.3% | 70.7% | 72.8% | 73.1% | 税后利润 | 88.16 | 128.83 | 174.28 | 236.73 | 310.32 |
| 净利率(%) | 42.1% | 38.0% | 35.1% | 35.4% | 36.0% | 加:少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| ROE(%) | 49.1% | 15.2% | 18.7% | 22.5% | 25.7% | 公允价值变动 | -0.09 | 0.34 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| ROA(%) | 36.6% | 13.6% | 16.3% | 19.1% | 21.1% | 折旧和摊销 | 1.91 | 3.01 | 9.42 | 19.67 | 24.36 |
| 偿债能力 | | | | | | 营运资金的变动 | -4.65 | -124.08 | -51.55 | -57.06 | -66.70 |
| 流动比率 | 4.63 | 10.48 | 7.43 | 6.06 | 5.12 | 经营活动现金流 | 85.33 | 8.10 | 133.16 | 200.33 | 268.99 |
| 速动比率 | 4.14 | 10.05 | 6.99 | 5.69 | 4.79 | 短期投资 | 0.00 | -36.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产负债率% | 25.6% | 10.7% | 12.7% | 15.1% | 17.9% | 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运能力 | | | | | | 固定资产投资 | -6.42 | -30.82 | -150.00 | -50.00 | -30.00 |
| 总资产周转率 | 86.9% | 35.8% | 46.5% | 54.1% | 58.6% | 投资活动现金流 | -6.42 | -67.06 | -150.00 | -50.00 | -30.00 |
| 应收账款周转天数 | 17.16 | 17.36 | 17.36 | 17.36 | 17.36 | 股权融资 | 0.00 | 588.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 存货周转天数 | 131.93 | 132.40 | 132.40 | 132.40 | 132.40 | 长期贷款的增加/(减少) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股指标(元) | | | | | | 公司债券发行/(偿还) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股收益 | 0.67 | 0.98 | 1.32 | 1.79 | 2.35 | 股利分配 | -0.27 | -44.00 | -87.14 | -118.37 | -155.16 |
| 每股净资产 | 1.36 | 6.40 | 7.06 | 7.96 | 9.14 | 计入循环贷款前融资活动产 | -0.27 | 544.00 | -87.14 | -118.37 | -155.16 |
| 估值比率 | | | | | | 循环贷款的增加(减少) | -0.82 | 35.31 | 0.00 | 16.71 | 36.18 |
| P/E | 83.4 | 57.1 | 42.2 | 31.1 | 23.7 | 融资活动现金流 | -1.36 | 535.31 | -87.14 | -101.65 | -118.99 |
| P/B | 41.0 | 8.7 | 7.9 | 7.0 | 6.1 | 现金净变动额 | 77.55 | 476.35 | -103.98 | 48.68 | 120.00 |

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。