

三诺生物(300298)调研报告

推进血糖仪精准投放, 业绩稳定增长

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与三诺生物董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **国内血糖监测仪器市场的增长速度为 20-30%。** 胰岛素过量使用带来的危害很大, 所以糖尿病患者必须准确知道其胰岛素的使用量。而使用血糖监测仪是实现这一目标最行之有效的办法之一。美国市场的发展显示糖尿病仪器投放大部分是在社区医院; 目前国内状态是城市 10%, 农村约 4%-5%。国内大约 1.14 亿糖尿病患者, 1.48 亿前期病人, 但血糖仪的市场目前只有 1200 万台, 估计在达到 3000 万台饱和规模之前都是有 20%-30% 的市场增长。
- **公司产品主要集中于基层医院与 OTC 渠道, 国外市场销售稳定。** 目前血糖检测仪器市场的竞争比较激烈, 且国外品牌的优势较明显。如强生、罗氏等外资产品在医院市场的血糖仪及试条占有率约为 70%-80%, 在 OTC 市场的占有率在 40-60% 之间。公司产品在整个市场的占有率为百分之十几; 产品主要集中于基层医院及 OTC 渠道。其中已经布局的医院市场主要在一甲、乡镇、社区医院, 但利润水平低于高级别医院渠道销售, 故公司计划未来进行三甲医院的推广; 在 OTC 市场占有率约为 1/5。仪器试条平均比例为 1/100, 医院市场的这一比例远高于 OTC 渠道。公司目前开拓的海外市场主要有古巴、委内瑞拉等南美国家及东南亚国家, 在印度新设立了分公司, 但是市场培育还需要很长的时间。13 年预计国外市场有 1 千万美金的销售收入, 占公司收入的百分之十几, 14 年预计海外市场的销售收入和 13 年持平。
- **销售队伍稳定, 销售策略继续推行精准销售。** 目前公司通过与一千多家经销商进行合作, 实现了全国销售终端 10% 的覆盖率, 约有 4 万个终端。目前市场已经结束跑马圈地时代, 公司销售团队状态稳定, 维持在约三百人。14 年将在销售策略上进行转换, 以精准销售为主。以广州社区为例, 先前的仪器赠送定位人群是血糖值偏离的任何个人, 而目前是得到医院明确诊断结果的患者。我们预计这种策略会带来 14 年仪器使用活跃度的增加, 进而带动试条的高增长销售。对销售人员 14 年的考核也存在区分: 经济发达区考核仪器的精准投放率和配套试条的销售比例, 而经济不发达地区则主要考核仪器的销售增长。

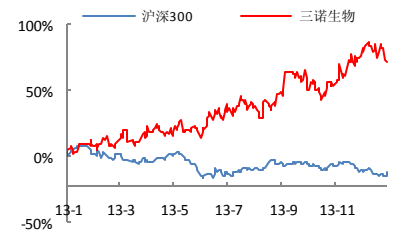
指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	339.12	457.15	581.37	731.36
增长率	61.89%	34.80%	27.17%	25.80%
归属母公司净利润(百万元)	128.83	168.01	215.00	271.47
增长率	46.13%	30.41%	27.97%	26.26%
每股收益 EPS(元)	0.969	1.263	1.617	2.041
净资产收益率 ROE	15.24%	16.90%	18.15%	19.05%
PE	65.35	50.11	39.16	31.01
PB	9.96	8.47	7.11	5.91

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
研究助理: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

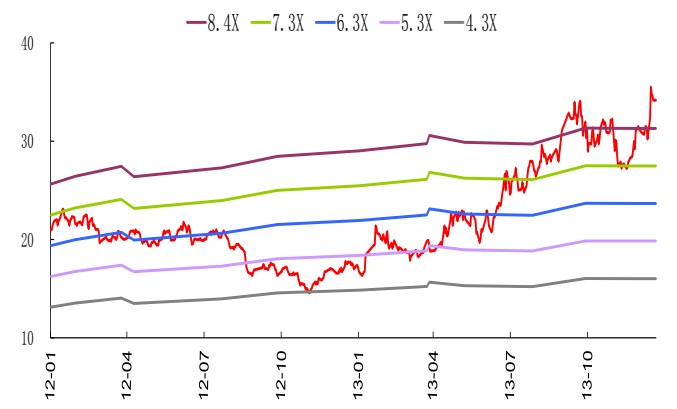
总股本(亿股)	1.33
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	36.24-69.87
总市值(亿元)	84.19
总资产(亿元)	10.06
每股净资产(元)	6.82

相关研究

- **2014 年业绩前瞻。**公司产品约 90% 的销售收入集中于基层医院及 OTC 渠道，约 10% 来自国外市场，未来将逐渐加大对国内三甲医院的覆盖力度，实现利润的提升。目前新生产基地已经建成，产能问题已经解决。公司在 2014 年的看点主要有两个：第一是产品推广策略逐渐转换，未来以精准推销为主，注重客户使用活跃度，有助于试条销售额增长和整体毛利率的提高；其次是“金系列”产品可能在 6 月份上市，或将抢占一部分高端市场。
- **估值分析与投资策略。**预测 13 年、14 年、15 年的每股收益分别为 1.26 元、1.62 元、2.04 元，对应的市盈率分别为 50 倍、39 倍、31 倍，与医疗器械行业的平均估值相比较为合理。我们预计公司在 2014 年的营业收入、净利润增长区间在 20%-30%，相对于 2013 年的预测有所下调，主要原因是在 14 年股权激励计划费用摊销及新建大楼在 9 月份即将开始折旧等将导致成本增加，对净利润增长的压力较大。但考虑到公司目前逐渐改变营销策略及推出“金系列”高端产品，整体毛利有所上升，所以预测 14 年的净利润增速略高于营业收入增速。首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 销售策略效果低于预期；2) 新产品推出速度慢于预期。

图 1: 公司 PE-Band 分布


数据来源: Wind, 西南证券

图 2: PB-Band 分布


数据来源: Wind, 西南证券

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	623.63	815.44	976.29	1260.79	营业收入	339.12	457.15	581.37	731.36
应收和预付款项	22.72	30.04	35.78	45.56	减:营业成本	100.64	100.88	117.64	135.73
存货	37.05	10.17	44.90	18.64	营业税金及附加	3.98	5.36	6.82	8.58
其他流动资产	160.24	160.24	160.24	160.24	营业费用	89.33	123.43	159.88	204.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	28.02	45.71	63.95	87.76
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-15.96	-15.90	-19.86	-24.87
固定资产和在建工程	40.07	35.34	30.62	25.89	资产减值损失	0.34	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	11.55	10.28	9.01	7.73	加:投资收益	6.87	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4.64	4.47	4.30	4.30	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	899.89	1065.98	1261.13	1523.14	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	139.64	197.66	252.94	319.38
应付和预收款项	36.99	54.19	58.82	80.27	加:其他非经营损益	10.03	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	149.67	197.66	252.94	319.38
其他负债	17.73	17.73	17.73	17.73	减:所得税	20.84	29.65	37.94	47.91
负债合计	54.72	71.92	76.55	98.00	净利润	128.83	168.01	215.00	271.47
股本	88.00	88.00	88.00	88.00	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	571.85	571.85	571.85	571.85	归属母公司股东净利润	128.83	168.01	215.00	271.47
留存收益	185.33	334.21	524.73	765.30	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	845.18	994.06	1184.58	1425.14	经营性现金净流量	129.39	194.75	165.18	290.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-187.3	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	845.18	994.06	1184.58	1425.14	筹资性现金净流量	534.80	-2.94	-4.32	-5.74
负债和股东权益合计	899.89	1065.98	1261.13	1523.14	现金流量净额	476.62	191.81	160.86	284.49

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn