

三诺生物 (300298)：产能瓶颈打开，业绩有望加速

三诺生物 (300298)

投资评级：推荐

⑤ 看点：

上周五调研了三诺生物，公司 2012 年上市，生产血糖仪和血糖试条，目前我国糖尿病患者超过 1 亿人，潜在病人 1.48 亿人，其中潜在病人有 1/3 会转化为糖尿病病人，市场潜力巨大，三诺生物是国产血糖仪和血糖试条的领军人物，进口替代是个方向，我们看好公司未来发展空间。

⑤ 国内血糖仪市场情况

根据 2010 年糖尿病协会的一个调查，外资品牌强生、罗氏和拜耳占据医院市场的 95%，整个市场中外资与内资占比分别为 55% 和 45%，医院市场和零售市场血糖仪占比 1:1，在零售市场里三诺排名第一，20% 多份额，三诺占整个市场的 10%。在中国血糖仪推广最主要的是简单（操作复杂的话老年人记不住），性价比高，准确性高，国内厂商生产的血糖仪更具有优势，因此未来进口替代仍是一个方向。

⑤ 国内血糖仪市场容量测算

目前美国糖尿病患者血糖仪渗透率高达 90%，我国城市渗透率 10%，农村 5-10%，按照最新糖尿病患者 1.14 亿人计算，市场存量有 1100 万台仪器，公司觉得统计数据有误。按照公司的测算，血糖仪浪费情况严重，一人手中多台仪器很普遍，预计市场中目前存量市场有 2000 万台仪器。我国目前拥有 1.48 亿潜在糖尿病病人，三分之一转化为糖尿病病人，三分之一健康的，三分之一可以治疗控制。未来 7000 万会转化糖尿病，有健康意识的 5000 万人数，如果仪器投放数量到了 5000 万后，仪器投放会放缓，也就是 2000-5000 万的空间，行业未来保持 20-30% 增长还是可行的。

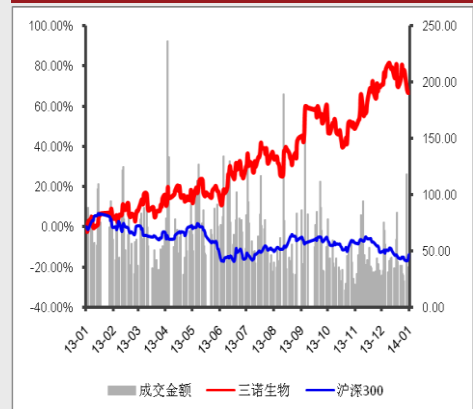
血糖仪行业会保持 20-30% 增长，强生和罗氏都会增长，公司在行业里也会受益，仪器上量增长，但是因为价格低，所以销售增长不是最快的。14 年对医院市场开拓，量上会增加，市场本身增长，再加上抢别人的份额。14 年试条价格不会很大调整，成本下降空间有限。

⑤ 血糖试条市场情况

血糖仪与试条是配套使用的，不同仪器之间很难兼容，按照目前粗略测算仪器与试条比为 1:100，国内市场每个糖尿病病人有 4-5 台仪器，因为厂家促销普遍采用买试条送仪器的策略，导致仪器浪费严重。2013 年上半年公司预测血糖仪与试条比降低到 1:80 或 1:90，未来会加强仪器的精准投放，使得活跃度增加。

一年来市场表现

截至 2014/1/23



市场数据

2014/1/23

A 股收盘价 (元)	63.35
A 股一年内最高价 (元)	69.87
A 股一年内最低价 (元)	36.24
上证指数	2,042.18
市净率	9.1
总股本 (万股)	13,298
实际流通 A 股 (万股)	3,436
限售的流通 A 股 (万股)	9,862
流通 A 股市值 (亿元)	21.8

分析师 张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

⑤ 医院市场开拓情况

2013年医院市场开拓刚刚起步，公司仍以零售为主，因此医院收入和利润基本没有贡献，预计2014年会有一定贡献，目前考核指标打算定1000万元以上，利润暂时不做要求。争取2015-2016年医院市场能够成为增长点。目前医院主要推EA-11双功能仪，既可以测尿酸和血糖（也会在OTC销售），负责销售的人员有20-30人，采取经销商模式，经销商内部自己会分零售和医院团队，先从省会城市三甲医院介入，选择零售市场做的好的省市先开展。医院试条关键是稳定性和抗干扰性，有微小变化就会偏离，葡萄糖感应的电子出来后检测，过去公司试条不行，现在稳定性可以了，放7天都没问题。前期贡献大的是乡镇和二甲医院，外资没有主推的地方，现在也有收入贡献，只是没有单计入医院业务。

⑤ 竞争对手情况

强生未来在国内会受到冲击，因为成本高，试条价格普遍在2元以上，若政府采购价格都是2块钱一条，强生就会放弃这部分市场，留下的空间将被内资企业占据。国内有20多个厂商，其中10多个为自有品牌，技术和产品差异较小，鱼跃加入是同盟关系而不是竞争关系，内资取代外资的情况下，同盟大于竞争。糖尿病市场很大，未来会有竞争，但是目前还是一起抢外资份额。

⑤ 销售渠道

公司销售人员400多人，经销商有1000多个（基本都不是排他性的），4万个终端药店（占比10%）会维持一段时间，跑马圈地的时代过去了，靠开店不会带来量上很大的提高，江苏，浙江，上海这些城市投入再多也不行，因为这些区域是鱼跃和爱康的主要销售区域。鱼跃比公司先进入医院，销售能力强，公司现在重点是要提升单店销售量，品类增多，增加可选择的空间，同时外观也要好看，突出差异化、个性化的营销手段。

⑤ 出口情况

公司产品主要出口到古巴和东南亚，2012年出口额为1000万美金（含税），贡献收入的10%多。出口订单会在2014年3-4月份公布，季度内有波动，主要是确认原则不同，目前采用的确认原则为：海外打钱到帐发货后，且货到并检验通过了才寄送确认书，确认书收到后才确认收入，时间较长。公司努力开发印度市场，大约3-4年前印度糖尿病市场和中国十年前一样，没有测血糖的意识，经过外资品牌的这几年的培育，已经唤起了印度人民对糖尿病的重视，公司认为现在可以进入印度市场，并在印度成立了子公司，2013年就销售了几百台仪器，未来还将加大投入力度。

⑤ 新产能投放情况

公司已经搬迁到高新区新大楼，原来的厂房属于租赁的，公司固定资产细分项下面的房地产固定资产为零，新大楼投入使用后，资产负债表会有变动。新厂区2013年10月8号启用，二楼生产仪器，三楼生产试条，四楼也将试条生产车间，未来还会有3个生产楼，一个科研楼，一个客服管理，一个综合楼（食堂，多功能厅），以及员工公寓。目前新大楼三楼单班试条生产产能为5亿条，双班10

亿条，再加上四楼产能达到 20 亿条了，未来 3 个楼满负荷就是 60 亿条试纸的生产能力。过去老厂区都加班，两班倒，现在加班次数减少。公司现在最大的考验是市场能力和销售能力，而不是产能，不希望库存太大。产能释放很快，只要有需求，从采购设备到生产 3-6 个月就可以完成。

⑤ 电商销售渠道拓展

2014 年 1 月 20 号手机血糖仪在京东销售，app，记载、共享、提醒、历史数据分析，预计有 500 万群体用户，未来实体店也会有，主要建在城市中心。公司也在研发糖尿病并发症的产品，目标定位于糖尿病专家，公司将围绕糖尿病领域来研发产品。糖护士公司投入 120 万，占 5% 的股权。不足之处就是网上价格较乱，如何维护价格是目下面临的难题，公司会采取差异化营销策略，网上销售的产品和店里卖的是有区别的。

⑤ 盈利预测和投资建议

我们预测公司 2013-2015 年每股收益分别为 1.2 元、1.62 元和 2.15 元，对应 PE 分别为 53 倍、39 倍和 29 倍，公司基本面逐渐改善，但估值较高，给予推荐评级。

财务数据与估值

会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	209.5	339.1	486.6	663.6	884.8
同比增长(+/-%)	30.7%	61.9%	43.5%	36.4%	33.3%
营业利润（百万元）	99.3	139.6	180.8	246.5	329.2
同比增长(+/-%)	69.7%	40.6%	29.5%	36.3%	33.5%
净利润（百万元）	88.2	128.8	160.6	217.2	288.6
同比增长(+/-%)	60.7%	46.1%	24.6%	35.3%	32.9%
每股收益（元）	0.66	0.96	1.20	1.62	2.15
PE	96.35	65.93	52.90	39.11	29.43
PB	47.32	10.05	8.56	7.16	5.91

⑤ 风险提示

产品安全事件，医院市场推广低于预期等。

资产负债表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	217.2	889.4	1,084.4	1,312.4	1,615.6
现金	178.9	655.3	715.2	795.8	948.0
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	0.2	0.3	0.5	0.4	0.7
应收款项	6.3	13.9	25.7	29.7	37.3
其他应收款	3.4	1.9	62.0	83.6	113.2
存货	22.9	37.1	46.8	67.6	95.7
其他	5.5	180.9	234.2	335.2	420.6
非流动资产	24.0	56.9	71.9	82.8	93.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	11.0	14.7	49.1	51.8	55.9
无形资产	11.2	11.6	17.0	19.5	23.2
其他	1.7	30.6	5.9	11.5	14.7
资产总计	241.2	1,003.1	1,228.2	1,478.0	1,803.2
流动负债	46.9	84.8	132.4	168.7	221.8
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	3.2	8.0	15.2	16.7	21.8
预收账款	24.7	26.1	43.7	65.9	84.9
其他	19.0	50.7	73.5	86.0	115.1
长期负债	14.8	16.3	31.9	40.5	51.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	14.8	16.3	31.9	40.5	51.5
负债合计	61.7	101.1	164.3	209.2	273.3
股本	66.0	88.0	134.1	134.1	134.1
资本公积金	13.0	571.8	571.8	571.8	571.8
留存收益	100.5	185.3	286.1	480.1	730.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者权益	179.5	845.2	992.0	1,186.0	1,436.1
负债及权益合计	241.2	946.3	1,156.3	1,395.2	1,709.4

利润表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	209.5	339.1	486.6	663.6	884.8
营业成本	62.7	100.6	155.7	212.3	283.1
营业税金及附加	2.3	4.0	5.8	8.0	10.6
营业费用	34.5	89.3	107.1	152.6	203.5
管理费用	14.2	28.0	38.9	53.1	70.8
财务费用	-3.4	-16.0	-10.9	-12.0	-13.9
资产减值损失	-0.1	0.3	10.9	5.2	4.1

公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	6.9	1.7	2.2	2.7
营业利润	99.3	139.6	180.8	246.5	329.2
营业外收入	3.6	10.5	6.0	6.2	6.6
营业外支出	0.0	0.5	0.1	0.2	0.2
利润总额	102.9	149.7	186.7	252.6	335.6
所得税	14.8	20.8	26.1	35.4	47.0
净利润	88.2	128.8	160.6	217.2	288.6
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	88.2	128.8	160.6	217.2	288.6
EPS (元)	0.66	0.96	1.20	1.62	2.15

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	86.0	128.8	70.7	103.6	187.1
净利润	88.2	128.8	160.6	217.2	288.6
折旧摊销	2.3	3.4	10.5	11.8	13.2
财务费用	-0.1	0.3	-10.9	-12.0	-13.9
投资收益	0.0	-6.6	-1.7	-2.2	-2.7
营运资金变动	-4.2	17.3	-98.4	-116.3	-102.1
其他	0.0	-14.4	10.8	5.1	4.0
投资活动现金流	-8.2	-187.3	-23.6	-20.4	-21.3
资本支出	-8.2	-189.6	-25.4	-22.6	-24.0
其他投资	0.0	2.3	1.7	2.2	2.7
筹资活动现金流	2.3	538.6	12.8	-2.5	-13.6
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	22.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	558.8	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	-44.0	-13.7	-23.2	-38.5
其他	2.3	1.8	26.5	20.7	24.9

主要财务比率

单位：百万元

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
同比增长率					
营业收入	30.7%	61.9%	43.5%	36.4%	33.3%
营业利润	69.7%	40.6%	29.5%	36.3%	33.5%
净利润	60.7%	46.1%	24.6%	35.3%	32.9%
盈利能力					
毛利率	70.1%	70.3%	68.0%	68.0%	68.0%
净利率	42.1%	38.0%	33.0%	32.7%	32.6%
ROE	49.1%	15.2%	16.2%	18.3%	20.1%

ROIC	55.4%	15.8%	17.7%	20.3%	22.4%
偿债能力					
资产负债率	25.6%	10.7%	14.2%	15.0%	16.0%
流动比率	4.63	10.48	8.19	7.78	7.29
速动比率	4.14	8.16	6.16	5.51	5.08
营运能力					
资产周转率	0.87	0.36	0.42	0.48	0.52
存货周转率	2.74	2.72	3.33	3.14	2.96
应收账款周转率	32.27	23.88	18.57	22.04	23.27
每股资料 (元)					
每股收益	0.66	0.96	1.20	1.62	2.15
每股经营现金	#DIV/0!	1.47	0.53	0.77	1.40
每股净资产	1.34	6.30	7.40	8.85	10.71
每股股利	0.00	0.33	0.10	0.17	0.27
估值比率					
PE	96.35	65.93	52.90	39.11	29.43
PB	47.32	10.05	8.56	7.16	5.91

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn