

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

三诺生物 (300298)

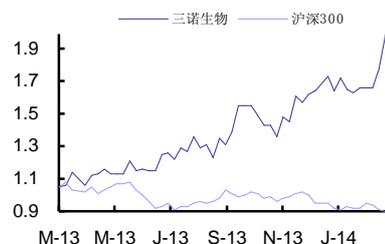
谨慎推荐

2013 年年报点评

(首次评级)

2014 年 03 月 11 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	133/38
总市值/流通 (百万元)	10,000/2,855
上证综指/深圳成指	1,999/7,118
12 个月最高/最低元)	81.95/38.61

相关研究报告:

《三诺生物-300298-国产血糖检测系统优势企业》——2012-03-01

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-MAIL: duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512070001

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-MAIL: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

联系人: 林小伟

电话: 0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

战略清晰, 发展空间有望打开

● 业绩基本符合预期, 仪器投放力度加大

13 年公司实现营收 4.49 亿, 增 32%, 净利润 1.65 亿, 增 28%, 扣非净利润 1.53 亿, 增 27%, EPS 1.25 元, 基本符合预期。其中仪器收入 9710 万, 大幅增长 66%, 进一步加大仪器投放力度, 试条收入 3.52 亿, 同比增长 26%。净利润增速低于收入增速主要是受仪器占比提升致综合毛利率下降、研发投入增加 1000 万、以及股权激励费用和新产房折旧费用合计 500-600 万影响。

● 与台湾高端血糖仪厂商华广生深度合作, 互利共赢

我们认为, 与华广的合作完全是优势互补、互利共赢局面, 华广可借助公司国内最强大的 OTC 渠道实现产品快速导入; 公司学习借鉴华广的高端血糖监测技术促进中高端新产品开发; 更重要的是公司可借助华广已有的广泛的海外渠道网络及海外市场开发经验实现产品国际化, 海外市场提速可期, 顺利对接公司新产能释放, 对公司来说具有重大长远的战略意义。

● 积极开拓“医院+海外+移动医疗”渠道, 打开长远发展空间

公司战略清晰, 在稳固 OTC 渠道龙头的基础上, 积极开拓更多的销售渠道, 打开长远发展空间。其一, 已组建 20 多人医院团队, 将在下半年推出专门针对医院市场的“金”系列产品; 其二, 产品国际化加快, 积极开拓更多新兴市场, 成立印度子公司, 与华光的合作, 海外市场有望提速; 其三, 推出手机血糖仪, 迈出移动医疗第一步, 提供增值服务。

● 风险提示。行业竞争加剧; 并购不确定。

● 战略清晰, 长远发展空间有望打开, 首次给予“谨慎推荐”评级

暂不考虑并购及海外新市场开发带来的超预期, 预测公司 14-16 年 EPS 分别为 1.63、2.12、2.73 元, 目前机械板块整体估值均较高, 给予公司 15 年 40 倍 PE, 一年期合理估值 85 元, 首次给予“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	339	449	628	840	1,070
(+/-%)	61.9%	32.4%	39.9%	33.8%	27.3%
净利润(百万元)	129	165	217	282	363
(+/-%)	46.1%	28.3%	31.4%	30.1%	28.5%
摊薄每股收益(元)	0.97	1.24	1.63	2.12	2.73
EBIT Margin	39.4%	39.6%	37.2%	38.0%	38.7%
净资产收益率(ROE)	15.2%	17.0%	19.7%	22.2%	24.4%
市盈率(PE)	77.6	60.5	46.0	35.4	27.5
EV/EBITDA	73.7	56.6	43.2	31.6	24.5
市净率(PB)	11.8	10.3	9.1	7.9	6.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

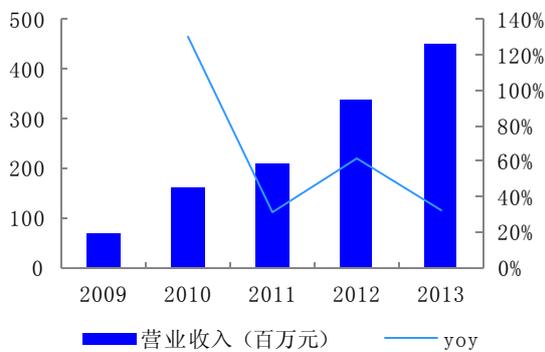
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩基本符合预期，仪器投放加大

2013 年，公司实现营业收入 4.49 亿，同比增长 32.42%；营业利润 1.69 亿，同比增长 21.17%；净利润 1.65 亿，同比增长 28.55%；扣非净利润 1.53 亿，同比增长 26.73%；EPS1.25 元。第四季度收入 1.07 亿，同比增长 23.44%，净利润 4470 万，同比增长 25.42%。其中，试条收入 3.52 亿，同比增长 26%，仪器收入 9710 万，同比大幅增长 66%，可见 2013 年公司进一步加大了仪器的投放力度提升终端市场份额，仪器收入占比的提升也使得公司综合毛利率下滑 3.13 个 pp 至 67.19%，但仪器的投放加大能拉动未来几年试条的销售。

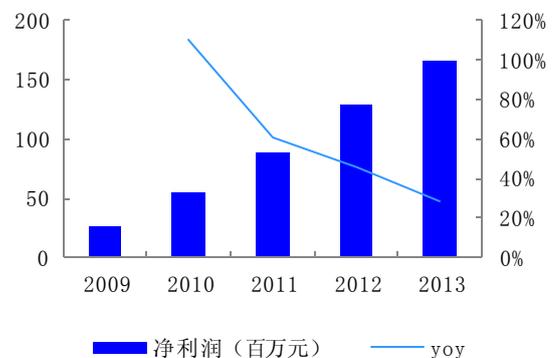
公司净利润增速低于收入增速主要是受仪器占比提升致综合毛利率下降、研发投入增加 1000 万、以及股权激励费用和新产房折旧费用合计 500-600 万影响。

图表 1: 公司 2009-2013 年营业收入及增长情况



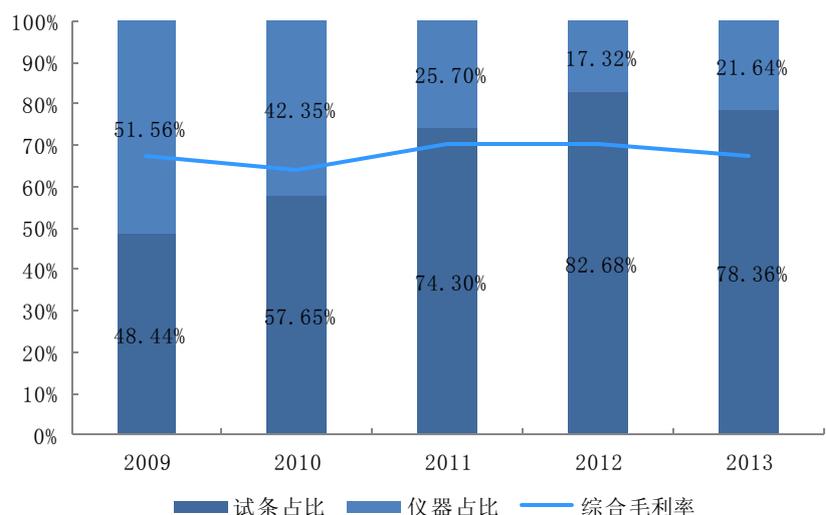
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图表 2: 公司 2009-2013 年净利润及增长情况



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图表 3: 公司 2013 年仪器投放力度加大致毛利率略有下滑



资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

另外，2013 年公司海外市场实现收入 7361 万，同比大幅增长 53%，主要得益于

去年与古巴和委瑞内拉的两笔订单，公司已与 TISA 公司的合同续约至 2016 年，预计未来几年这两个市场的销售能有保证。

去年 10 月份公司新生产基地麓谷产业基地（一期）建成，一期新产能血糖仪 200 万台、试条 5 亿条投产，彻底解决了困扰公司多年的产能瓶颈。该基地总面积 66000 平方米，未来规划总产能是血糖仪 500 万台、试条 20 亿支，是亚洲最大的血糖仪及试条生产基地，公司的规模经济将愈发显著。

与华广生技深度合作，优势互补

2 月 27 日，公司拟使用超募资金 2.64 亿认购台湾高端血糖仪厂商华广生技拟发行的不超过 1100 万私募股份，认购完成后，将持有其不超过 20% 股份，成为其第一大股东。同时，公司与华广生技签署战略合作框架协议：1) 双方将共同开发中国大陆地区及香港、澳门地区医疗器材零售市场（非医院途径销售市场），并授权公司在中国大陆地区及香港、澳门地区医疗器材零售市场（非医院途径销售市场）独家经销特定新品牌产品；2) 由华广生技依法办理私募普通股，并由公司进行认购，使公司入股华广生技；3) 华广生技完成子公司的设立、华广生技设立大陆子公司作为中国大陆的生产基地，完成大陆子公司的生产所需的原物料供应合同。

华广生技成立于 2003 年，是台湾一家从事生物科技与医疗检测系统的领导企业，主要产品为高准确度与稳定性的高端血糖仪及试纸条，核心技术贵金属电化学检测试条技术在全球处于领先地位，产品已取得欧盟 CE、美国 FDA、台湾 GMP 以及中国 SFDA 的认证。在欧洲、美国、亚太地区及澳洲均设有子公司，其产品在全球 80 多个国家有销售，拥有完善的海外销售网络，其中欧洲占比近 50%、美洲地区近 20%，非洲、亚洲地区分别达到 10%、15% 左右。

图表 4: 华广生技高品质血糖仪获国际认可



资料来源：华广生技官网、国信证券经济研究所整理

华广生技 2013 年前三季度实现营业收入新台币 11.89 亿元（约合人民币 2.38 亿元），净利润新台币 8354 万元（约合人民币 1670 万元），按照前三季度净利润简单推算的话，预计华广 2013 年全年净利润在 2200 万元人民币左右。

我们认为，公司与华广的合作完全是优势互补、双方资源恰好整合的双赢局面。其一，华广可借助公司国内最强大的 OTC 渠道实现产品较快导入，而公司代理华广高端血糖仪，主要面向高端消费人群，与现有的中低端产品形成很好互补，满足不

同层级客户需求，有利于提升公司市场份额；其二，公司学习借鉴华广的高端血糖监测技术提升产品研发水平，促进新产品开发，提升核心竞争力；其三，更重要的是公司可借助华广已有的广泛的海外渠道网络（特别是欧美等血糖消费主流市场）及海外市场开发经验实现公司产品国际化，海外市场提速可期，顺利对接公司新产能释放，对公司来说具有重大长远的战略意义。

图表 5：国内血糖仪厂家渠道对比

国内厂家	经销商数量（家）	终端覆盖点（个）	销售人员（人）	市场定位
三诺生物	1200 多个	2-3 万	406 人	OTC 为主，逐步开拓医院市场
怡成生物	N/A	1 万以上	不到 100 人	OTC
九安医疗	400-500	N/A	150	N/A
鱼跃医疗	500-600	部分地区医院中标，OTC 较少	40 多	医院和 OTC 并重，目前以医院推广为主

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

积极开拓更多渠道，长远发展空间有望打开

公司在 OTC 渠道的市场占有率已经位居国内企业第一，约有 20% 多，针对国内 OTC 市场，公司实施营销渠道扁平化战略，覆盖面不断下沉，针对不同的区域市场进行优化调整，继续稳 OTC 渠道龙头地位，不断提升市场份额；同时，公司积极开拓更多的销售渠道，为长远发展做准备。未来的增长来源还来源以下三个方面，一是医院市场，二是海外市场，三是在移动医疗领域的探索。

➤ 将专门推出“金”系列产品开拓医院市场

公司 2012 年底开始计划进军医院市场，并组建了医院渠道团队，目前已有 20 多人；2013 年 9 月底从国际知名跨国企业诺华引进了首席科学家蔡博士，负责血糖试纸研究，主要工作是推进金电极血糖试纸的研发及对现有的碳电极试纸优化和改进。预计公司将在下半年推出专门针对医院市场的“金”系列产品（贵金属电极，性能更高、检测速度更快），该产品的性能与外资品牌已无区别，在质量同等的情况下，公司产品的成本比外资品牌要低很多，性价比优势明显，届时公司的医院市场有望逐步打开局面。

➤ 海外市场未来有望超预期

针对海外市场，公司积极维护与南美市场合作伙伴 TISA 公司的良好合作关系，并续签了框架合作协议，将双方的合作期限延续至 2016 年 7 月 5 日，未来几年拉美市场出口有稳定保障；此外，公司也在积极开拓其他地区市场。

公司产品国际化在加快，公司在积极开拓更多的新兴市场，去年 9 月底成立印度子公司开拓印度市场，目前正处于公司注册和产品备案阶段，印度有 6、7 千万的糖尿病患者，是仅次于中国的全球第二大糖尿病国家，且本土没有血糖仪品牌，基本被外资占领，公司产品性价比优势同样适合印度市场的开拓，预计 14 年公司产品能在印度上市能形成销售。此次入股华广生计的契机，预计公司产品国际化步伐将加快，未来有超预期可能。

➤ 推出国内首款手机血糖仪，迈出移动医疗第一步

2013年9月公司与创新工场共同战略投资北京糖护科技（三诺持股8%），合作开发手机血糖仪，迈出了进军移动医疗市场的第一步。公司提供血糖仪、试纸等硬件，糖护科技负责APP开发及数据分析维护等。糖护科技通过先进的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，以先进新颖的“设备+应用+服务”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。和普通血糖仪相比，手机血糖仪产品通过耳机插孔和手机相连，用户使用后测试结果将通过特定的APP软件显示并在后台储存。公司可以通过云端平台对用户信息进行管理，根据用户测试情况提供增值服务，提高客户粘性。

上个月，首款手机血糖仪糖护士已获药监局认证，产品已于2月28日发布上市，主要通过电商渠道销售，下一版硬件将增加独立显示屏和通讯模块。手机血糖仪首先解决的问题是不再需要手动画血糖值曲线图，同时还可以将检测数据上传和共享。手机血糖仪还能帮助患者的子女及时了解到父母的血糖值和监测情况。手机血糖仪是基于互联网思维，通过后台管理用户测试数据，为他们提供指导和服务，起到干预和防治糖尿病的目的。

图表 6: 三诺生物新推出的手机血糖仪“糖护士”



资料来源：糖护科技官网、国信证券经济研究所整理

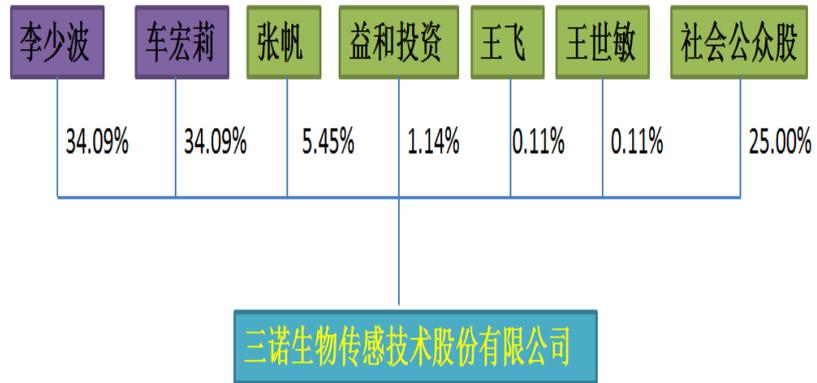


资料来源：糖护科技官网、国信证券经济研究所官网

管理层控股，激励到位，志向远大

公司实际控制人为李少波先生和车宏莉女士，各占34.09%股权。董事长李少波先生负责公司战略规划的制定与实施、市场与营销方案的计划和执行等工作。车宏莉女士负责公司产品的研发，并担任公司董事、副总经理等职务。其他管理者、研发人员、销售骨干等均通过股权激励、入股益和投资直接或间接持有公司股份，激励机制到位，公司上下一心。公司志向远大、有追求，目前公司已实现“中国血糖仪普及推动者”“前十年战略目标，去年开始已把“血糖仪专家”作为公司中期目标，长远目标是致力于成为全球血糖仪领导品牌。

图表 7: 三诺生物股权结构



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司战略清晰, 长远发展空间有望打开, 首次给予“谨慎推荐”评级

公司战略清晰, 利用上市契机加快营销渠道建设、新产能投放、引进海归首席科学家等战略布局, 逐步拉开与国内同行业厂家差距, 坐上国产血糖仪龙头; 并入股华广生计与之进行深度合作, 不断朝着成为“全球血糖仪领先品牌”的目标迈进。公司在稳固 OTC 渠道龙头的基础上, 积极开拓“医院+海外+移动医疗”更多渠道, 长远发展空间有望逐步打开。目前公司现金流充足, 如有合适标的有可能通过并购来不断丰富产品线。暂不考虑并购及海外新市场开发带来的超预期, 预测公司 14-16 年 EPS 分别为 1.63、2.12、2.73 元, 目前器械板块整体估值均较高, 给予公司 15 年 40 倍 PE, 一年期合理估值 85 元, 首次给予“谨慎推荐”评级。

图表 8 三诺生物细分产品盈利预测

单位: 百万		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
1. 内销							
仪器	收入	50.80	58.42	87.5	103.25	118.74	130.61
	yoy	-1.57%	15.00%	49.78%	18.00%	15.00%	10.00%
	毛利率		8.18%	8.03%	8.00%	8.00%	8.00%
试条	收入	134.31	230.67	287.56	462.18	654.66	868.39
	yoy	180.39%	71.74%	25.00%	60.72%	41.65%	32.65%
	毛利率	81.44%	86.90%	83.60%	83.50%	82.00%	81.00%
2. 外销							
	收入	24.41	48.17	73.61	60.00	60.00	60.00
	yoy	-59.79%	97.34%	52.81%	0%	0%	0%
	毛利率	57.78%	65.25%	73.79%	73.00%	73.00%	73.00%
3. 新产品							
	收入			2	5	10	15
	yoy				50.00%	100.00%	50.00%
	毛利率			50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
合计							
	收入	209.52	337.26	450.67	630.43	843.40	1074.00

yoy	30.78%	60.96%	33.63%	39.89%	33.78%	27.34%
毛利率	58.94%	70.17%	67.18%	69.87%	70.56%	71.24%

数据来源: wind、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	556	1224	1358	1546	营业收入	449	628	840	1070
应收款项	34	47	63	80	营业成本	147	189	247	308
存货净额	53	68	88	109	营业税金及附加	5	6	8	11
其他流动资产	13	18	23	30	销售费用	110	144	193	246
流动资产合计	893	1356	1532	1765	管理费用	40	54	72	92
固定资产	128	170	205	233	财务费用	(13)	1	8	7
无形资产及其他	24	23	23	22	投资收益	11	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(4)	(6)
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1049	1553	1763	2023	营业利润	169	231	307	401
短期借款及交易性金融负债	0	340	340	340	营业外净收支	21	21	21	21
应付款项	19	25	32	40	利润总额	191	253	328	422
其他流动负债	41	53	69	87	所得税费用	25	35	46	59
流动负债合计	60	417	441	467	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	15	30	45	归属于母公司净利润	165	217	282	363
其他长期负债	18	19	20	22					
长期负债合计	18	34	50	67	现金流量表 (百万元)				
负债合计	78	451	492	533	净利润	165	217	282	363
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	1	(1)	0	0
股东权益	971	1102	1271	1489	折旧摊销	5	8	13	16
负债和股东权益总计	1049	1553	1763	2023	公允价值变动损失	1	2	4	6
					财务费用	(13)	1	8	7
					营运资本变动	79	(15)	(16)	(18)
					其它	(1)	1	0	0
					经营活动现金流	250	212	283	368
					资本开支	(92)	(50)	(50)	(50)
					其它投资现金流	(201)	238	0	0
					投资活动现金流	(294)	188	(50)	(50)
					权益性融资	25	0	0	0
					负债净变化	0	15	15	15
					支付股利、利息	(66)	(87)	(113)	(145)
					其它融资现金流	52	340	0	0
					融资活动现金流	(55)	268	(98)	(130)
					现金净变动	(99)	668	135	188
					货币资金的期初余额	655	556	1224	1358
					货币资金的期末余额	556	1224	1358	1546
					企业自由现金流	119	144	220	304
					权益自由现金流	171	498	229	313

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		机械	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270		
魏玉敏					
化工		房地产		医药	
李云鑫	021-60933142	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				杜佐远	0755-82130473
				林小伟	0755-22940022
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		建材	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
轻工		建筑工程		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
军工					
朱海涛	0755-22940097				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				