

三诺生物(300298.SZ)

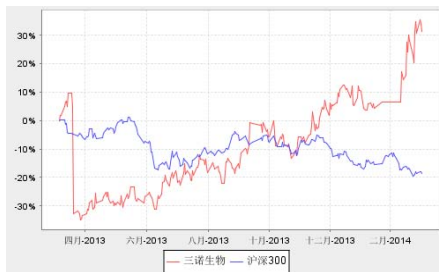
海外订单如期而至，未来看高端 OTC 和医院市场拓展

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 83.20
 分析师: 首席分析师
 陈景乐, CPA 曾晖
 S0740513070002 S0740513010001
 021-20315157 021-20315169
 chenjl@r.qlzq.com.cn zenghui@r.qlzq.com.cn
 2014年3月20日 中小市值研究小组

基本状况

总股本(百万股)	132.98
流通股本(百万股)	37.96
市价(元)	80.35
市值(百万元)	10684.62
流通市值(百万元)	3050.01

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	339.12	449.05	583.90	745.18	908.89
营业收入增速	61.89%	32.42%	30.03%	27.62%	21.97%
净利润增长率	46.13%	28.32%	25.91%	32.87%	31.48%
摊薄每股收益(元)	1.46	1.24	1.57	2.08	2.73
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)	38.66	55.39	48.04	36.16	27.50
PEG	0.84	1.96	1.85	1.10	0.87
每股净资产(元)	9.60	7.30	8.87	10.95	13.68
每股现金流量	1.47	0.86	1.73	1.79	2.72
净资产收益率	15.24%	17.02%	17.65%	19.00%	19.98%
市净率	5.89	9.43	8.48	6.87	5.50
总股本(百万股)	88.00	132.98	132.98	132.98	132.98

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

■ 事件:

- 2014年3月20日,公司公告与TISA公司签署了《古巴市场OEM产品主合同》和《委内瑞拉市场OEM产品主合同》,根据合同约定,TISA公司将向公司采购一批血糖测试仪和血糖试条,用于古巴和委内瑞拉市场销售,合同总金额863.4万美元,合人民币约5300万元(汇率:1美元=6.1402人民币元)。
- 公司发布2014年第一季度业绩预告,归属于上市公司股东的净利润为2791.85万元-3988.35万元,同比变动-30%到0%。

■ 点评:

- 海外订单如期而至。**TISA公司隶属于古巴国家科学中心,是古巴免疫测定中心(CIE)下设的商业化机构,主要负责古巴免疫测定中心产品的出口贸易等相关业务。公司与TISA在2013年签署了《OEM生产及独家经销合同》,合同有效期至2016年7月5日。公司此次获得的2014年年度订单863.4万美元与2013年835.5万美元基本持平,符合我们的预期,也确保了公司2014年的海外销售收入。
- 2014Q1海外收入结转额同比下滑,导致利润增速不佳。**2013Q1公司海外收入约2200万元,根据2013年公司所获取的TISA订单以及全年的海外收入,我们预计2014Q1公司结转海外收入约900万元。海外收入同比减少约1300万元。另外根据公司2013年海外业务的平均毛利率73%左右,且预计海外业务的期间费用率极低,我们测算海外业务对净利润的影响值约为800万元左右。其次,从期间费用率来看,我们预计公司2014Q1的销售费用率也有较大的增长,一方面是由于内销占比提升带来的结构性的增长

(国内业务销售费用率高); 另一方面是因为一季度医院市场处于投入期尚无产出所致。投资收益 2014Q1 相较 2013Q1 (340 万元) 预计也有下滑, 这主要是为了控制风险, 公司的委托理财产品持有至到期之后逐步收回。

■ **未来看点:**

- **参股华广生技, 布局高端血糖仪市场, 提高渗透率和品牌影响力:** 华广生技主要产品为血糖检测仪和血糖检测试条, 产品已取得欧盟 CE、美国 FDA、台湾 GMP 以及中国 SFDA 的认证。华广生技的核心技术在于贵金属电化学检测试条, 目前公司产品遍布亚洲、美洲、欧洲、非洲, 并在瑞士、美国、澳洲、深圳设有销售公司。三诺参股华广生技 20% 股权的战略意义在于获取 OTC 渠道独家经销权, 凭借渠道优势抢占外资份额以及双方有望不断开展业务部门之间的交流, 密切合作关系。
- **参股糖护科技, 布局创新血糖仪电商营销渠道:** 公司此前合作研发的糖护士手机血糖仪已在 2014 年 2 月获得批件, 标准装内含一支血糖仪 (长相类似拉卡拉, 可直接插入手机耳机孔)、一支采血笔、50 枚针头、50 张试纸。该合作为公司基于移动互联网平台的糖尿病预防、监测、诊断等数字化管理及相关云端数据建设等领域业务的开拓奠定基础。
- **医院市场和海外市场开拓:** 公司已在 2013 年四季度完成了医院销售团队的建设, 2014 年将积极开拓医院市场; 海外市场除了进一步深化与 TISA 的合作外, 公司也已在印度设立了子公司, 未来将通过代加工和自有品牌两种方式进行国际市场开拓。
- **盈利预测和投资建议:** 虽然公司 2014Q1 受海外收入结转业绩不佳, 但是考虑到 2014 年是公司股权激励的第二年, 保底扣非后净利润增速需要达到 20%, 因此我们对公司有信心。我们不调整之前的盈利预测。预计公司 2014-2016 年的营业收入分别为 5.84、7.45、9.09 亿元, 同比增速为 30%、28%、22%; 归属母公司净利润分别为 2.08、2.77、3.64 亿元, 同比增速为 26%、33%、32%; 2014-2016 年对应 EPS 为 1.56、2.08、2.73 元。给予医疗器械板块 2016 年平均估值 40 倍, 目标价 83.20 元。如果公司股价出现大幅回调, 建议投资者积极买入。
- **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、华广生技股价下跌计提减值的风险

图表 1: 三诺生物分产品销售预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
内销-血糖仪 (包括STX-1, 安稳、安准型血糖仪)					
销售收入	54.62	93.10	102.41	112.65	123.92
增长率 (YOY)	7.52%	70.46%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	7.32%	7.30%	7.30%	7.30%	7.30%
销售成本	50.62	86.31	94.94	104.43	114.87
增长率 (YOY)	72.41%	70.49%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	4.00	6.80	7.48	8.22	9.05
增长率 (YOY)	-81.36%	70.07%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	16.20%	20.75%	17.54%	15.12%	13.63%
占主营业务利润比重	1.69%	2.28%	1.87%	1.58%	1.42%
外销-血糖仪 (包括STX-1, 安稳、安准型血糖仪)					
销售收入	3.80	4.00	4.00	4.00	4.00
增长率 (YOY)	25.29%	5.24%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.59%	24.98%	24.98%	24.98%	24.98%
销售成本	3.02	3.00	3.00	3.00	3.00
增长率 (YOY)	36.01%	-0.59%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	0.78	1.00	1.00	1.00	1.00
增长率 (YOY)	-3.92%	27.73%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.13%	0.89%	0.68%	0.54%	0.44%
占主营业务利润比重	0.33%	0.34%	0.25%	0.19%	0.16%
内销-血糖仪试条					
销售收入	234.46	281.96	402.87	551.41	700.12
增长率 (YOY)	74.55%	20.26%	42.88%	36.87%	26.97%
毛利率	85.26%	84.00%	83.16%	82.27%	81.34%
销售成本	34.57	45.11	67.85	97.76	130.65
增长率 (YOY)	38.69%	30.50%	50.40%	44.07%	33.65%
毛利	199.89	236.84	335.02	453.65	569.46
增长率 (YOY)	82.72%	18.48%	41.45%	35.41%	25.53%
占总销售额比重	69.52%	62.84%	69.00%	74.00%	77.03%
占主营业务利润比重	84.46%	79.49%	83.90%	87.25%	89.19%
外销-血糖仪试条					
销售收入	44.37	69.61	69.61	69.61	69.61
增长率 (YOY)	108.16%	56.88%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	72.11%	76.59%	76.59%	76.59%	76.59%
销售成本	12.38	16.29	16.29	16.29	16.29
增长率 (YOY)	90.33%	31.64%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	31.99	53.32	53.32	53.32	53.32
增长率 (YOY)	115.99%	66.65%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	13.16%	15.51%	11.92%	9.34%	7.66%
占主营业务利润比重	13.52%	17.89%	13.35%	10.25%	8.35%
新产品-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%	0.86%	1.01%	1.24%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.63%	0.72%	0.88%
销售收入小计	337.25	448.67	583.90	745.18	908.89
销售成本小计	100.59	150.71	184.58	225.23	270.44
毛利	236.67	297.96	399.31	519.94	638.45
平均毛利率	70.17%	66.41%	68.39%	69.77%	70.24%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 三诺生物财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	209	339	449	584	745	909	货币资金	179	655	556	729	989	1,374
增长率	30.73%	61.9%	32.4%	30.0%	27.6%	22.0%	应收账款	10	16	34	29	42	48
营业成本	-63	-101	-147	-185	-225	-270	存货	23	37	53	56	69	82
%销售收入	29.9%	29.7%	32.8%	31.6%	30.2%	29.8%	其他流动资产	6	181	250	254	255	258
毛利	147	238	302	399	520	638	流动资产	217	889	893	1,068	1,354	1,762
%销售收入	70.1%	70.3%	67.2%	68.4%	69.8%	70.2%	%总资产	90.1%	94.0%	85.1%	82.0%	85.6%	88.9%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-7	-8	-10	长期投资	0	0	1	1	1	1
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	12	40	128	202	188	174
营业费用	-35	-89	-110	-135	-164	-191	%总资产	4.9%	4.2%	12.2%	15.5%	11.9%	8.8%
%销售收入	16.5%	26.3%	24.6%	23.1%	22.1%	21.1%	无形资产	12	12	24	30	38	44
管理费用	-14	-28	-40	-66	-82	-80	非流动资产	24	57	156	234	229	221
%销售收入	6.8%	8.3%	8.8%	11.3%	11.1%	8.8%	%总资产	9.9%	6.0%	14.9%	18.0%	14.4%	11.1%
息税前利润 (EBIT)	96	117	147	192	265	356	资产总计	241	946	1,049	1,303	1,583	1,983
%销售收入	45.7%	34.5%	32.7%	32.9%	35.5%	39.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	3	16	13	17	22	31	应付款项	31	37	31	47	50	65
%销售收入	-1.6%	-4.7%	-2.9%	-2.9%	-3.0%	-3.4%	其他流动负债	18	48	29	59	60	81
资产减值损失	0	0	-1	-1	0	0	流动负债	48	85	60	106	109	146
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	7	11	11	11	11	其他长期负债	13	16	18	18	18	18
%税前利润	0.0%	4.6%	5.6%	4.4%	3.3%	2.5%	负债	62	101	78	123	127	164
营业利润	99	140	169	218	297	398	普通股股东权益	180	845	971	1,179	1,456	1,819
营业利润率	47.4%	41.2%	37.7%	37.4%	39.9%	43.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	10	21	22	22	22	负债股东权益合计	241	946	1,049	1,303	1,583	1,983
税前利润	103	150	191	240	319	419	比率分析						
利润率	49.1%	44.1%	42.5%	41.1%	42.8%	46.1%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-15	-21	-25	-32	-42	-55	每股指标						
所得税率	14.3%	13.9%	13.4%	13.2%	13.3%	13.2%	每股收益(元)	1.336	1.464	1.243	1.565	2.080	2.734
净利润	88	129	165	208	277	364	每股净资产(元)	2.720	9.604	7.303	8.868	10.948	13.682
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	1.302	1.467	0.860	1.734	1.787	2.715
归属于母公司的净利润	88	129	165	208	277	364	每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.000	0.000	0.000
净利率	42.1%	38.0%	36.8%	35.6%	37.1%	40.0%	回报率						
				25.9%	32.9%	31.5%	净资产收益率	49.11%	15.24%	17.02%	17.65%	19.00%	19.98%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	36.55%	13.61%	15.76%	15.98%	17.47%	18.33%
净利润	88	129	165	208	277	364	投入资本收益率	14570.01%	53.11%	30.71%	37.10%	49.34%	69.66%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	2	4	6	12	16	16	营业收入增长率	30.73%	61.89%	32.42%	30.03%	27.62%	21.97%
非经营收益	-9	-7	-11	-32	-32	-32	EBIT增长率	66.89%	22.25%	25.31%	30.79%	37.95%	34.59%
营运资金变动	5	3	-46	42	-22	14	净利润增长率	60.71%	46.13%	28.32%	25.91%	32.87%	31.48%
经营活动现金净流	86	129	114	231	238	361	总资产增长率	64.70%	292.35%	10.83%	24.21%	21.51%	25.31%
资本开支	8	33	106	68	-12	-13	资产管理能力						
投资	0	-160	-71	0	0	0	应收账款周转天数	13.2	10.9	16.0	13.5	14.7	14.1
其他	0	6	4	11	11	11	存货周转天数	106.9	108.7	112.0	110.4	111.2	110.8
投资活动现金净流	-8	-187	-173	-57	23	24	应付账款周转天数	23.9	20.4	34.0	27.2	30.6	28.9
股权募资	0	588	25	0	0	0	固定资产周转天数	15.6	13.8	31.6	62.3	63.4	46.4
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	0	-53	-66	0	0	0	净负债/股东权益	-99.69%	-77.53%	-57.24%	-61.81%	-67.94%	-75.53%
筹资活动现金净流	0	535	-41	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-28.1	-7.3	-11.4	-11.5	-11.9	-11.6
现金净流量	78	476	-99	173	260	385	资产负债率	25.57%	10.68%	7.40%	9.47%	8.03%	8.27%

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。