

医药 - 医疗器械

战略布局逐渐明朗

—三诺生物(300298.SZ)2014年三季度报点评

2014年11月13日

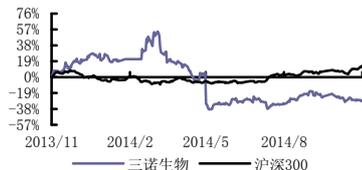
评级: 增持(维持)

市场数据	2014年11月13日
当前价格(元)	36.89
52周价格区间(元)	32.98-82.85
总市值(百万)	7380.21
流通市值(百万)	2307.97
总股本(百万股)	200.06
流通股(百万股)	62.56
日均成交额(百万)	54.27
近一月换手(%)	50.22%
Beta(2年)	
第一大股东	李少波
公司网址	http://www.sinocare.com

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	449.05	534	656	820
净利润(百万元)	165.31	193	237	302
每股收益(元)	1.25	0.97	1.19	1.52
净利润增长率%	28.32%	17%	23%	28%
每股净资产(元)	7.30	5.50	6.36	7.43
市盈率	29.51	38.08	31.05	24.33
市净率	5.05	6.70	5.80	4.97
EV/EBITDA	45.85	34	27	21

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
三诺生物	-53.41%	5.76%	9.69%
沪深300	5.08%	9.36%	12.75%

相关报告

《布局出口、医院, 布局高端、大健康》, 2014.9

邓聪

执业证书号: S1030512070001
0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 2014年前三季度实现业绩稳步增长。**2014年1-9月份收入3.99亿元, 同增16.64%, 归母净利润1.47亿元, 同增21.62%。其中三季度实现收入1.49亿元, 同增13.98%, 净利润0.66亿元, 同增29.64%。
- 三诺生物多维度进行战略布局。****市场维度:** 在深耕OTC市场的同时, 三诺生物进行多个市场的拓展, 1.医院市场, 推出EA-11血糖尿酸双功能检测系统, 另外还推出金系列产品; 2.出口市场, 是公司未来战略; 3.高端市场, 与台湾华广生技合作, 推出金系列高端产品等。**产品维度:** 引入高端人才, 打造产品优势。除在原有业务线升级换代外, 围绕糖尿病、肾病等慢性疾病做相关指标的POCT产品的研发也进入了实质性阶段。
- 大数据布局移动医疗。**参股8%糖护科技。手机血糖仪已经上市, 现在主要在京东销售。同时, 公司在三季度报中公布了通过杠杆控股北京三诺建恒糖尿病医院80%股权, 尝试布局产业链下游。
- 维持“增持”评级。**我们预计公司2014-2015年收入分别增长18.92%、22.91%, 归属母公司净利润增长16.9%、22.6%, EPS0.97元、1.19元。对应现有股价36.89元, PE分别,38倍与31倍。根据我们DCF估值分析公司合理价值为39.65元/股, 现在价格36.89元/股, 估值基本合理, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 产品质量风险、市场开拓风险、专利纠纷风险。

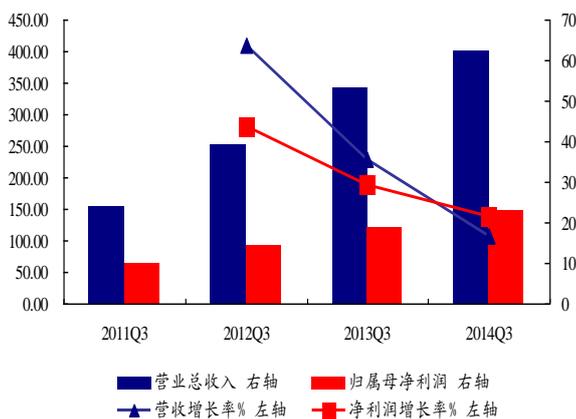
1. 主业保持稳定，自我不断调整

三诺生物披露2014年三季度报。

2014年1-9月份实现收入3.99亿元，同比增长16.64%，归属母公司净利润达到1.47亿元，同比增长21.62%。其中三季度实现收入1.49亿元，相比去年同期增长13.98%，净利润0.66亿元，同比增长29.64%。

净利润增速高于收入增速的主要原因是由于毛利率的提升，而期间费用保持平稳，导致净利率同比提升1.5个百分点，而2013年Q4毛利率已经相比2013年前三季度毛利率提升了1个百分点，因此预计2014四季度净利率提升幅度逐渐缩小，净利润的增速将向收入增速靠拢。

Figure 1 三诺生物三季度收入以及净利润同比



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 三诺生物收入以及净利润季度同比



数据来源：WIND、世纪证券研究所

三诺生物多维度进行战略布局。

第一个维度：市场维度

在深耕OTC市场的同时，三诺生物进行多个市场的拓展，1.医院市场，推出EA-11血糖尿酸双功能检测系统，另外还推出金系列产品；2.出口市场，是公司未来战略，除现在在拉美市场销售较多外，公司将逐步向其他市场进军；3.高端市场，与台湾华产生技合作，推出金系列高端产品等。

第二个维度：产品维度

引入高端人才，打造产品优势。除在原有业务线升级换代外，围绕糖尿病、肾病等慢性疾病做相关指标的POCT产品的研发也进入了实质

性阶段。

大数据布局移动医疗，参股8%糖护科技。手机血糖仪已经上市，现在主要在京东销售。

同时，公司在三季报中公布了通过杠杆控股北京三诺建恒糖尿病医院80%股权，尝试布局产业链下游。

2. 盈利预测

2.1 关键假设

- (1). 医药行业稳定增长，保持 20%-22% 的增长率。
- (2). 公司持续稳定经营。
- (3). 保持同样的经营效率，综合毛利率由于高端产品占比提升而稳步上升，期间费用率稳步下降，所得税率为 15%。

2.2 盈利预测

我们预计公司 2014-2015 年收入分别增长 18.92%、22.91%，归属母公司净利润增长 16.9%、22.6%，EPS0.97 元、1.19 元。对应现有股价 36.89 元，PE 分别,38 倍与 31 倍。

Figure 3 三诺生物业绩预测

百万元	2014E	2013E	2013H	2012A	2012H	2011A	2010A	2009A
营业收入	584.46	436.18	211.37	339.12	163.64	209.47	160.23	69.53
配套专用试条	470.54	348.55	160.94	278.84	132.33	155.64	92.37	32.46
血糖测试仪	113.92	87.63	50.25	58.42	29.49	53.83	67.86	34.55
营业成本	173.43	133.38	70.61	100.64	51.08	62.67	57.59	22.79
配套专用试条	71.81	53.99	26.36	46.95	24.43	31.09	28.67	10.32
血糖测试仪	101.62	79.39	44.19	53.64	26.64	31.58	28.92	12.48
营业利润	411.04	302.80	140.76	238.48	112.56	146.80	102.64	46.74
配套专用试条	398.73	294.56	134.58	231.89	107.90	124.55	63.70	22.15
血糖测试仪	12.30	8.24	6.06	4.78	2.85	22.25	38.94	22.07
毛利率	70.33	69.42	66.59	70.32	68.79	70.08	64.06	67.22
配套专用试条(%)	84.74	84.51	83.62	83.16	81.54	80.03	68.96	68.22
血糖测试仪(%)	10.80	9.41	12.06	8.18	9.66	41.33	57.39	63.88
收入构成	100.00							
配套专用试条(%)	80.51	79.91	76.14	82.22	80.87	74.30	57.64	46.69
血糖测试仪(%)	19.49	20.09	23.77	17.23	18.02	25.69	42.35	49.68
利润构成	100.00							
配套专用试条(%)	97.01	97.28	95.61	98.89	95.86	86.18	63.17	48.36
血糖测试仪(%)	2.99	2.72	4.31	2.04	2.53	15.39	38.62	48.18
增长率 %								
营业收入	34.00	28.62	29.17	61.89		30.73	130.45	
配套专用试条	35.00	25.00	21.62	79.16		68.50	184.57	
血糖测试仪	30.00	50.00	70.40	8.53		(20.67)	96.41	
营业成本	30.02	32.53	38.23	60.59		8.82	152.70	
配套专用试条	33.00	15.00	7.90	51.01		8.44	177.81	
血糖测试仪	28.00	48.00	65.88	69.85		9.20	131.73	
营业利润	35.74	26.97	25.05	62.45		43.02	119.60	
配套专用试条	35.37	27.02	24.73	86.18		95.53	187.58	
血糖测试仪	49.26	72.44	112.63	(78.52)		(42.86)	76.44	

数据来源：世纪证券研究所

2.3 DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 39.65 元/股，现在价格 36.89 元/股，短期估值基本合理，给予“增持”评级。

Figure 4 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.72%	法定所得税	15.00%
BETA	0.95	债务成本	6.35%
市场预期收益率	10.00%	债务比例	20.00%
股权成本	9.70%	WACC	9.03%
永续增长率	1.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 5 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.03%	94.03	118.85	168.09	312.73	9423.02	(294.76)
5.03%	73.21	86.93	109.69	154.87	287.58	8646.30
6.03%	59.43	67.85	80.45	101.36	142.84	264.70
7.03%	49.68	55.22	62.96	74.54	93.75	131.87
8.03%	42.46	46.28	51.37	58.49	69.14	86.81
9.03%	36.90	39.65	43.17	47.85	54.41	64.21
10.03%	32.52	34.55	37.07	40.31	44.63	50.67
11.03%	28.99	30.52	32.38	34.71	37.70	41.68
12.03%	26.09	27.26	28.67	30.39	32.53	35.29
13.03%	23.67	24.59	25.67	26.97	28.56	30.54
14.03%	21.63	22.36	23.20	24.20	25.40	26.87
15.03%	19.89	20.47	21.14	21.93	22.85	23.96

数据来源：世纪证券研究所

3.风险提示

风险提示：

- (1) 产品质量风险。
- (2) 市场开拓风险。
- (3) 坏账风险。

Figure 6 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	893	1047	1196	1414	营业收入	449	534	656	820
现金	556	814	924	1102	营业成本	147	172	212	254
应收账款	26	26	31	39	营业税金及附加	5	6	7	9
其他应收款	2	4	5	6	营业费用	110	123	148	180
预付账款	5	11	13	15	管理费用	40	43	53	67
存货	53	59	74	90	财务费用	-13	-14	-17	-20
其他流动资产	251	133	150	163	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	156	191	198	211	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	0	0	0	投资净收益	11	0	0	0
固定资产	63	107	133	148	营业利润	169	203	254	329
无形资产	24	27	30	34	营业外收入	22	20	20	20
其他非流动资产	67	56	34	29	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1049	1238	1394	1625	利润总额	191	223	274	349
流动负债	60	125	111	128	所得税	25	30	37	47
短期借款	0	0	0	0	净利润	165	193	237	302
应付账款	19	17	20	25	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	41	108	90	103	归属母公司净利润	165	193	237	302
非流动负债	18	15	16	16	EBITDA	161	201	254	331
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.24	0.97	1.19	1.52
其他非流动负债	18	15	16	16					
负债合计	78	140	126	144					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	133	199	199	199	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
资本公积	554	487	487	487	成长能力				
留存收益	285	411	582	795	营业收入	32.4%	18.9%	22.9%	25.0%
归属母公司股东	971	1098	1268	1482	营业利润	21.2%	20.0%	25.0%	29.7%
负债和股东权益	1049	1238	1394	1625	归属于母公司净利润	28.3%	16.9%	22.6%	27.6%
					获利能力				
					毛利率(%)	67.2%	67.7%	67.7%	69.0%
					净利率(%)	36.8%	36.2%	36.1%	36.9%
					ROE(%)	17.0%	17.6%	18.7%	20.4%
					ROIC(%)	74.4%	88.7%	84.4%	100.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	7.4%	11.3%	9.1%	8.8%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	14.89	8.40	10.82	11.06
					速动比率	14.00	7.93	10.15	10.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.47	0.50	0.54
					应收账款周转率	21	19	22	22
					应付账款周转率	10.74	9.48	11.32	11.15
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.83	0.97	1.19	1.52
					每股经营现金流(最新)	0.57	0.97	1.03	1.46
					每股净资产(最新摊)	4.87	5.50	6.36	7.43
					估值比率				
					P/E	44.51	38.08	31.05	24.33
					P/B	7.58	6.70	5.80	4.97
					EV/EBITDA	42	34	27	21

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.