

转型升级，未来可期

——三诺生物（300298）调研快报

2015年02月02日

推荐/首次

三诺生物

调研快报

关注 1: 零售业务稳中有升，医院业务开城拓疆

公司零售业务部分已经度过了前期大肆扩张的跑马圈地阶段，目前增速平稳，中长期主要目标是增加单店销售金额。公司目前有 400 多人组成的零售市场团队，共计覆盖 1000 多个经销商和 4 万多个终端。而目前零售市场格局没有太大变化，公司依托渠道下沉在 3-4 线城市获得的市场份额大大高于在全市场的占有率。为了进一步攻占中高端市场，公司于 2014 年陆续推出了安易血糖仪和由原诺华医药蔡晓华博士主持研发的“金”系列血糖仪，意图通过产品升级和单价提升吹响进攻中高端市场的号角。而“金”系列已于 2014 年 11 月通过 CFDA 认证，将于今年春节后进行试销。

同时，“金”系列也将成为公司进军医院市场的重要凭仗。目前国内血糖仪市场零售和医院各占一半份额，而三甲以上医院几乎全部为国外四大（强生、拜耳、雅培和罗氏）所占据。但受医疗器械耗材国产化以及招标限价等政策推动，国产血糖仪厂商有望通过齐心协力撬动医院市场，公司目标是通过未来 3-5 年的耕耘，在医院市场取得与零售市场相当的市场份额。

关注 2: 布局移动医疗，打造慢病管理中心

公司转型目标是从一个单纯的制造商转变成服务提供商，而“糖护士”就是公司未来打造“慢病管理中心”的移动平台。从产品去年 4 月底正式上线以来，相关仪器已销售几万台，最近准备推出一个升级版本的 APP。公司希望通过“糖护士”这个平台，将现有的 500 多万线下客户导入到线上，并对接与糖尿病相关的生活服务提供商和医生资源，打造以血糖管理为首的慢病管理中心。公司收购三诺建恒糖尿病医院，并不是看重医院对公司业绩的贡献，而是希望一方面布局医生资源，为打造慢病管理中心积累经验，另一方面切入医院终端市场，为相关产品在医院市场的销售打开缺口。

关注 3: 外延式扩张值得期待

公司投资 2 亿元在深圳成立的“三诺健康产业投资有限公司”未来将会关注于公司主营业务相关产业链的纵横向扩展机会，特别是基于移动工具和慢病检测的相关产品。此外，公司大股东所持

宋凯

010-66554087

songkai@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1489512040001

邱旻

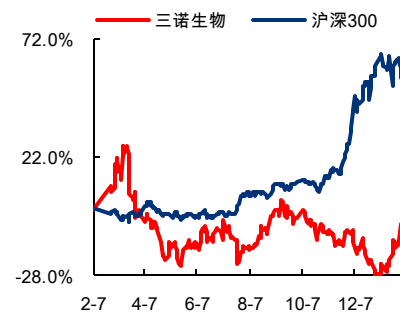
010-66554128

qiumin@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	39.54-63.76
总市值 (亿元)	79.1
流通市值 (亿元)	24.88
总股本/流通 A 股 (万股)	20006/6292
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.33

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

13500 万股限售股将于 2015 年 3 月 19 日解禁，我们预计大股东的解禁将为公司主营业务的外延式扩张带来更多的可能性。

结论：

公司是国内领跑的血糖监测龙头，依托全球领先的技术储备和完善的营销网络，公司近期推出的一系列中高端产品有望成为零售业务继续稳步上升的重要推动力，而同时公司也积极攻占医院市场，在“进口替代”的政策鼓励下，公司的主动进攻有望为公司未来撕开一片上升空间。此外，公司布局移动医疗，打造以血糖管理为首的慢病管理中心，希望通过从制造专家向服务专家的转型进一步重塑公司价值链。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.00 元，1.20 元和 1.50 元，对应 PE 分别为 39.76 倍、33.14 倍和 26.46 倍。鉴于公司目前的低估值和转型带来的巨大发展空间，我们首次给予公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	889	893	1086	1251	1453	营业收入	339	449	546	667	816
货币资金	655	556	978	1122	1298	营业成本	101	147	173	201	236
应收账款	14	26	37	46	56	营业税金及附加	4	5	6	8	9
其他应收款	2	2	2	3	3	营业费用	89	110	128	157	192
预付款项	7	5	7	9	11	管理费用	28	40	55	67	82
存货	37	53	54	63	74	财务费用	-16	-13	-8	-10	-12
其他流动资产	124	0	0	0	0	资产减值损失	0.34	1.02	1.00	1.00	1.00
非流动资产合计	57	156	145	127	109	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	1	1	1	1	投资净收益	6.87	10.62	20.00	18.00	20.00
固定资产	14.68	62.98	55.97	105.56	90.22	营业利润	140	169	211	262	329
无形资产	12	24	22	19	17	营业外收入	10.52	21.68	20.00	15.00	18.00
其他非流动资产	4	1	0	0	0	营业外支出	0.49	0.19	0.00	0.00	0.00
资产总计	946	1049	1231	1378	1563	利润总额	150	191	231	277	347
流动负债合计	85	60	58	61	65	所得税	21	25	31	37	46
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	129	165	200	240	300
应付账款	8	19	19	22	26	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	26	8	8	8	8	归属母公司净利润	129	165	200	240	300
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	138	184	213	269	334
非流动负债合计	16	18	15	15	15	BPS (元)	1.56	1.25	1.00	1.20	1.50
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	101	78	73	76	80	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	61.89%	32.42%	21.65%	22.07%	22.36%
实收资本(或股	88	133	200	200	200	营业利润增长	40.59%	21.24%	24.46%	24.25%	25.54%
资本公积	572	554	554	554	554	归属于母公司净利润	20.92%	19.98%	20.92%	19.98%	25.24%
未分配利润	151	225	274	332	405	获利能力					
归属母公司股东	845	971	1158	1302	1483	毛利率(%)	70.32%	67.19%	68.34%	69.79%	71.12%
负债和所有者权益	946	1049	1231	1378	1563	净利率(%)	37.99%	36.81%	36.59%	35.97%	36.82%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	13.61%	15.76%	16.23%	17.40%	
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	15.24%	17.02%	17.26%	18.42%	20.26%
经营活动现金流	129	114	165	212	265	偿债能力					
净利润	129	165	200	240	300	资产负债率(%)	11%	7%	6%	6%	
折旧摊销	14.03	27.90	0.00	17.76	17.76	流动比率	14.89	18.62	20.36	22.29	
财务费用	-16	-13	-8	-10	-12	速动比率	14.00	17.69	19.33	21.15	
应付帐款的变化	0	0	-12	-8	-10	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.45	0.48	0.51	0.55
投资活动现金流	-187	-173	265	17	19	应收账款周转率	34	23	17	16	16
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	60.26	32.75	28.49	32.51	34.07
长期股权投资减	0	0	238	0	0	每股指标(元)					
投资收益	7	11	20	18	20	每股收益(最新摊薄)	1.56	1.25	1.00	1.20	1.50
筹资活动现金流	535	-41	-8	-85	-108	每股净现金流(最新	5.42	-0.75	2.11	0.72	0.88
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	9.60	7.30	5.79	6.51	7.41
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	22	45	67	0	0	P/E	25.47	31.78	39.76	33.14	26.46
资本公积增加	559	-18	0	0	0	P/B	4.14	5.44	6.86	6.10	5.36
现金净增加额	477	-99	422	144	176	EV/EBITDA	20.63	25.65	32.72	25.37	19.89

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

宋凯

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

联系人简介

邱旻

日本东京大学药学学士及技术经营战略学硕士，具有企业咨询、风险投资行业从业经历，2013年加盟东兴证券，任医药生物行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。