

销售收入维持高增速，净利润增长低于预期

——三诺生物 (300298.SZ) 2015 年中报点评

三诺生物 (300298.SZ)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司发布 2015 年半年报，2015 年 1-6 月实现营业收入 3.16 亿元，同比增长 26.3%；归属于上市公司股东的净利润 7,505 万元，同比降低 7.3%；全面摊薄 EPS 为 0.2 元，低于预期。

2. 点评

(一) 业绩点评

受益于国内血糖监测市场的壮大，公司 2015 年 1-6 月的销售收入维持了较高的增长速度，同比增长 26.3%，收入体量达到 3.16 亿元。但由于销售费用和管理费用的投入加大，公司净利润增长低于预期，只有 7,505 万元，同比降低 7.3%。**2015 年半年报，公司的整体发展复合预期，但净利润增速低于预期。**

血糖监测系统（血糖仪+试条）依然是公司营收的主体，销售收入到达 3.10 亿，占比营收的 98.3%。同时血糖监测系统的毛利率略有提高，达到 66.1%，同比上升 0.65 个百分点。2015 年 1-6 月，医疗服务收入做到 517 万，毛利率 11.6%，虽然只占公司收入的 1.7%，但依然是公司在医疗服领域的起步和突破。

公司的海外业务做到了收入和毛利率的双升。公司上半年海外收入 3714 万元，同比增长 34.3%，毛利率提升 0.95 个百分点，达到 64.3%。

(二) “三费”增长拖累净利润

公司在营业收入保持高速增长的情况下，净利润低于预期，主要受到销售费用、管理费用和财务费用增长的影响，三大费用增速分别为 49.4%、52.8%和 37.4%。

由于公司加大了对医院渠道和高端零售产品的推广与投入，直接导致销售费用高达 8,612 万元，占比营收 27.3%。其中工资薪酬、市场推广费和广宣费用三项合计占销售费用的 73.6%，分别达到 2,410 万元、2,800 万元和 1,132 万元，同比提升了 141.8%、41.4%和 29.3%。

管理费用的上升主要因为上半年公司积极产与海外并购项目产生的费用，以及管理人员和研发费用的增长等导致的。2015 年上半年，公司的管理费用为 3,810 万元，同比 52.75%，占营业收入比 12.1%。其中工资薪酬、研发费和商务服务费三项合计占销售费用的 74.8%，分别达到 609 万元、1,643 万元和 597 万元，同比提升了 91.4%、34.9%和 283.6%。

分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

焦德智

☎: (8621) 20252605

✉: jiaodezhi@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.8.14

A 股收盘价(元)	37.87
A 股一年内最高价(元)	70.10
A 股一年内最低价(元)	30.73
上证指数	3965.34
总股本 (亿股)	2.61
实际流通 A 股 (亿股)	1.27
总市值 (亿元)	98.86

相关研究

《三诺生物 (300298.SZ) 年报点评: 2015, “糖尿病管理服务专家”的进发之年》2015.3.16

《三诺生物 (300298.SZ) 深度报告: 立足血糖监测市场, 打造糖尿病管理闭环产业》2015.1.25

表 1: 公司业务构成分析 (元)

项目	营业收入	营收同比增速	营业成本	成本同比增速	毛利率	毛利率同比增速
血糖监测系统	310,338,920.72	24.66%	105,356,351.23	22.63%	66.05%	0.56%
医疗服务收入	5,174,644.79		4,573,438.82		11.62%	
合计	315,513,565.51	26.74%	109,929,790.05	27.95%	65.16%	-0.33%

资料来源: 公司信息, 中国银河证券研究部

(三) 医院渠道、高端零售、海外市场, 三驾马车并进

医院渠道厚积而薄发。

公司销售费用显著提升, 在于销售团队的建设。公司现有销售团队 700 多人, 其中新建的医院销售团队就超过 100 人。可以看到公司在推出了完全符合医院标准用的金系列产品后, 迅速铺开市场的决心。

公司医院渠道是着力开拓三甲医院, 布局省会城市、大中城市的各级别医院。目前公司“金系列”产品已经全国范围内进入了几百家医院, 其中三甲医院超过七十家。但由于医院渠道的特殊性, 需要持续推广, 让医生接受新的品牌产品, 所以产品放量需要时间。目前医院渠道 90% 的被强生、雅培、罗氏、拜耳等进口产品占领, 进口替代的趋势不可逆转, 在公司增加医院服务质量和强力推广之下, 三诺“金系列血糖仪”厚积薄发, 有能力在医院渠道复制 OTC 渠道的辉煌。

多产品布局, 开拓中、高端零售市场。

公司一直是 OTC 端销量第一的品牌, 但是产品以中低端的安稳系列为主。公司相继推出了中、高端的产品, 包括安逸系列、手机血糖仪、智能血糖仪、血糖尿酸双检测产品、以及金系列的金稳血糖仪等多个产品系列, 同时加大了零售端的销售推广力度。

公司 500 多人的销售队伍, 覆盖 1000 家经销商的 4 万多个销售终端, 用以提高终端客户对三诺品牌认同度和产品购买度。同时, 公司在中央台进行了大量的广告投放, 增加三诺品牌曝光度和知名度。从 1-6 月的销售数据, 已经可以看到公司销售推广的效果, 血糖监测系统销售保持了 24.7% 的高于行业平均增速的高增长。

海外市场销售稳步提升。

2015 年上半年公司出口业务实现了 34% 的增长, 主要是由于一月份收到古巴和委内瑞拉的 800 多万订单, 以及收货确认带来的收入增长。在已经进入的南美市场, 公司注重巩固和 TISA 的合作关系, 并在在南美国家注册自有品牌, 逐渐进行自有品牌的推广。

南美之外, 公司避开“四大品牌”在欧、美市场的强大影响力, 着重开发东南亚市场。公司已经在印度成立了子公司, 并建立了销售团队开拓印度、巴基斯坦和越南等南亚国家市场。东南亚市场具有很多国内市场相似的特点, 例如人口多、费用负担能力差、对低价产品需求度大的特点, 完全切合公司中低端血糖仪的定位。东南亚血糖监测市场正处于起步期, 重复中国血糖监测市场发展路径是必然趋势, 公司提早布局, 静待时机成熟, 届时再造一个“东南亚的三诺”必将水到渠成。

（四）探索血糖治疗服务领域，为“糖尿病管理专家”开路

公司远期发展目标是成为“糖尿病管理专家”，目前已经开始通过三诺建恒糖尿专科医院进行医疗服务领域的试点工作。并表 5 个月，虽然实现收入 517 万，但建恒医院仍处于探索慢病管理模式阶段的初期，公司的投入仍然大于收入。

公司正在开发院内、院外的血糖管理系统，探索“患者—医院—医生”的糖尿病互联网平台管理模式。通过建恒医院，可以内部推行院内血糖管理系统；通过手机血糖仪、微信血糖仪等终端设备实现患者数据段数据采集；搭配自有的医生、医护人员的核心医疗服务资源，实现对患者的建立数据管理、病情监控的立体管理体系。

3.投资建议

我们预计 2015-2017 年公司销售收入为 6.79 亿元、8.19 亿元和 10.85 亿元，归属母公司净利润为 2.28 亿元、2.73 亿元和 3.31 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.88 元、1.05 元和 1.27 元。我们认为，公司传统血糖仪 OTC 业务发展稳定，逐渐拓展医院渠道和 OTC 高端品牌销售，有利于长期保持公司在国产血糖仪的领导地位。同时公司推出移动医疗属性的多款血糖监测产品和糖尿病治疗服务领域的探索，向“糖尿病管理专家”发展的远期目标明确，我们建议投资者密切关注。

4.风险提示

医院渠道的拓展低于预期；高端零售血糖仪的推广低于预期；医疗服务业务的发展低于预期。

表 2: 三诺生物 (300298.SZ) 财务报表预测 (百万元)

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	利润表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	961	1157	1381	1655	营业收入	545	679	854	1085
现金	613	811	948	1196	营业成本	169	209	268	349
应收账款	107	66	151	125	营业税金及附加	7	8	10	14
其它应收款	3	4	5	6	营业费用	131	165	212	272
预付账款	8	11	13	18	管理费用	61	76	97	125
存货	41	75	74	120	财务费用	-15	-15	-18	-22
其他	190	190	190	190	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	216	190	165	140	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	99	165	143	120	营业利润	198	233	282	347
无形资产	24	23	20	17	营业外收入	32	0	0	0
其他	91	2	2	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1177	1347	1547	1795	利润总额	230	269	321	389
流动负债	45	56	65	83	所得税	33	40	48	58
短期借款	0	0	0	0	净利润	197	228	273	331
应付账款	28	30	44	53	少数股东损益	0	0	0	0
其他	17	26	21	30	归属母公司净利润	197	228	273	331
非流动负债	21	21	21	21	EBITDA	222	276	325	389
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.756	0.875	1.046	1.268
其他	21	21	21	21	主要财务比率				
负债合计	66	77	86	104	营业收入	21.35%	24.55%	25.78%	27.07%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	16.97%	17.84%	21.03%	22.70%
归属母公司股东权益	1111	1270	1461	1691	归属母公司净利润	19.38%	15.75%	19.58%	21.16%
负债和股东权益	1177	1347	1547	1795	毛利率	68.90%	69.25%	68.56%	67.87%
现金流量表					净利率	36.21%	33.66%	32.00%	30.51%
经营活动现金流	155	222	167	288	ROE	17.76%	17.98%	18.70%	19.57%
净利润	197	228	273	331	ROIC	37.50%	36.73%	48.00%	52.66%
折旧摊销	9	23	23	23	资产负债率	5.57%	5.69%	5.55%	5.77%
财务费用	1	-16	-20	-24	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	21.38	20.64	21.20	19.93
营运资金变动	136	184	215	256	速动比率	16.24	15.91	17.15	16.20
其它	-188	-199	-326	-297	总资产周转率	0.46	0.50	0.55	0.60
投资活动现金流	-13	30	33	36	应收帐款周转率	5.10	10.29	5.64	8.69
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	7.19	7.19	7.19	7.19
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.76	0.88	1.05	1.27
其他	-13	30	33	36	每股经营现金	0.78	1.11	0.83	1.44
筹资活动现金流	-56	-53	-63	-76	每股净资产	5.55	6.35	7.30	8.45
短期借款	0	0	0	0	P/E	51.18	44.22	36.98	30.52
长期借款	0	-53	-63	-76	P/B	9.09	7.95	6.91	5.97

其他	-56	0	0	0	EV/EBITDA	32.19	25.11	20.92	16.87
现金净增加额	86	198	137	249					

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，医药行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn