

三诺生物(300298.SZ)

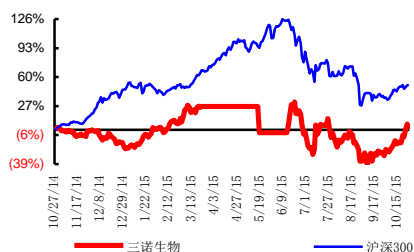
三季度收入增速稳定，海外市场及医院渠道有望持续拓展，维持“买入”

评级： 买入 **前次： 买入**
目标价(元)： 37.1—47.7
 分析师 联系人
 孙建 中泰医药生物团队
 S0740515080002 021-20315230
 021-20315160 wanglw@r.qlzq.com.cn
 sunjian@r.qlzq.com.cn 2015年10月26日

基本状况

总股本(百万股)	261
流通股本(百万股)	261
市价(元)	39.8
市值(百万元)	10,389
流通市值(百万元)	10,389

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	449.05	544.92	661.28	800.43	933.57
营业收入增速	32.42%	21.35%	21.35%	21.04%	16.63%
净利润增长率	28.32%	19.38%	-5.93%	26.89%	17.89%
摊薄每股收益(元)	1.24	0.99	0.71	0.91	1.07
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)	55.39	31.89	43.71	34.45	29.22
PEG	1.96	1.65	—	1.28	1.63
每股净资产(元)	7.30	5.55	4.63	5.53	6.60
每股现金流量	0.86	0.77	0.65	0.76	0.93
净资产收益率	17.02%	17.76%	15.42%	16.37%	16.17%
市净率	9.43	5.66	6.74	5.64	4.73
总股本(百万股)	132.98	200.06	261.06	261.06	261.06

投资要点

- 事件：2015.10.26 公司发布 2015 年三季报，前三季度营收 4.88 亿元，同比增长 22.42%；归属于母公司净利润 1.25 亿元，同比下降 14.78%，实现基本每股收益 0.48 元，处于前次业绩预告的中段(-30%-0%)。三季度单季度营收 1.73 亿元，同比增长 15.85%，单季度归属于母公司净利润 0.5 亿元，同比下降 23.96%。**
- 点评：公司业绩基本符合我们的预期。**公司由于渠道拓展需求以及上半年海外竞标的影响，费用上升使得利润前三季度同比有所下降，但我们认为前期投入致使业绩承压不改公司长期看好逻辑，三诺旨在打开外资品牌垄断度高的医院渠道以及拓展自身性价比高的海外市场，我们认为这是国产血糖监测设备放量的必经之路。公司金系列作为敲开医院大门的产品有望凭借良好的性价比实现进口替代，将助力公司业绩进一步增长，同时公司作为国产血糖监测的领先者在海外项目中优势明显，外延扩张值得期待。长期来看，公司以规模化+渠道覆盖的血糖监测优势为核心，通过对于上下游诊疗服务和健康管理的延伸逐渐打造血糖的全产业链布局，可提高公司的长期投资价值，维持“买入”评级。
- 公司收入增速稳定，随着费用正常化，明年利润增速将有所改善。**公司 2015 年 Q3 收入同比增速为 22.42% 左右，其中仪器销售收入增速 10% 左右，试条销售增速收入 27% 左右，我们预计全年收入增速有望达到 25%。基于公司的品牌力以及销售布局，我们认为未来 2 年公司主营业务收入还将维持 20% 左右的增长。公司上半年推出金系列血糖仪，为市场开拓加大了医院渠道以及高端零售产品的推广与投入，因此前三季度销售费用率同比上涨 7.23 个百分点，达 33.65%，略高于预期，我们预计全年销售费用率将上升至 28% 左右。同时公司上半年竞标海外项目以及研发费用的增加，预计全年管理费用率将同比上升约 2.5 个百分点，约为 12.5% 左右。费用的上升使得公司前三季度净利润增速同比下降 14.78%，但公司主营业务收入增速稳定，我们认为随着费用的逐渐正常化，公司明年的业绩增速将有所改善。

- 我们认为公司立足血糖监测市场，旨在打造血糖管理全产业链服务专家，目前主要看点在于：
- **规模化+渠道是血糖监测行业的核心竞争力，公司龙头效应明显。**受益于我国 1 亿糖尿病人群以及人们健康意识的提升，我们中性预计 2015 年我国血糖监测系统的市场规模为 61.1 亿元，到 2020 年为 102.7 亿元，有望实现 5 年翻倍增长。国产同价位血糖监测产品的差异化不大，各个厂家的核心竞争力主要体现有渠道布局上。三诺生物的经销商 1200 家，覆盖终端达 4 万多个，销售渠道优势使得三诺在 OTC 渠道销售额占比达 20%，在国内品牌中占据绝对的第一位。同时，三诺生物 OTC 渠道销量占比已达 39%，试条的规模化生产使得三诺生物的毛利率 65.16% 高于行业平均的 51.65%。
- **“设备+应用+服务”旨在打造血糖管理服务专家。**我们看好三诺设备+应用+服务的血糖管理生态化布局：
 - **设备：OTC 销售积累大量的用户基础。**公司致力于血糖监测设备十余年，血糖仪和试条是目前公司的主要收入来源，零售端销售量占比 39%，已占据所有品牌首位，用户群体庞大口碑良好，是公司血糖管理平台和医疗服务的付费与流量来源。
 - **应用：互联网血糖管理平台是医患频繁交流的渠道，患者数据是核心资源。**三诺糖护士血糖仪通过耳机插孔与手机的连接，将检测到的血糖数据储存在手机端以及云端数据库，实现了血糖检测、数据分析和储存、药物使用提醒以及病友社交等功能，为患者提供了一个血糖管理和交流的渠道，不仅把患者吸引到了利润更高的手机血糖仪上，而且通过对于患者数据的掌控，更有望实现后期个性化的广告投放、药品以及健康服务，带来附加收益。
 - **服务：收购三诺健恒糖尿病医院，获取专业的诊疗经验和优质的医生资源，对拓展医院渠道具有示范作用。**公司出资 2 亿元成立三诺健康投资公司，并收购了三诺健恒糖尿病医院，可为患者提供专业的问诊以及用药咨询等医疗服务，拥有稀缺的医生资源，形成了监测到平台管理再到治疗服务的血糖管理闭环。
- **打开外资品牌垄断度高的医院渠道和海外市场是未来国产血糖监测产品放量的必经之路，我们看好三诺生物已有的布局和经验，后续外延扩张仍具期待。**公司上半年推出金系列血糖仪，为市场开拓投入导致销售费用率上升。但我们认为前期投入致使业绩承压不改长期投资逻辑，金系列作为敲开医院大门的产品有望凭借良好的性价比实现进口替代，将助力公司业绩进一步增长。公司上半年竞标海外项目，虽然受海外并购政策以及强劲国际竞争对手影响等因素，最后未能成功，但通过此次并购竞标，提升了公司产业并购与整合的能力，积累了国际竞争与协作的经验，为未来公司参与国际收购项目提供了宝贵经验和快速反应能力。我们认为打开外资品牌垄断度高的医院渠道和海外市场是未来国产血糖监测产品放量的必经之路，在目前美国市场试条价格下行压力的大背景下，并购失利不改公司海外拓展的发展趋势，公司作为国产血糖监测的领导者在国外项目中优势明显，外延扩张值得期待。
- **盈利预测与估值：**我们认为公司以规模化+渠道覆盖的血糖监测优势为核心，通过对于上下游诊疗服务和健康管理的延伸旨在成为血糖管理专家，费用投入为打开外资品牌垄断度高的医院渠道和海外市场，是国产血糖监测产品放量的必经之路，同时公司作为国产血糖监测的领导者在国外项目中优势明显，外延并购仍具期待。我们预测公司 2015-2017 年的营业收入分别为 6.61 亿元、8.00 亿元和 9.33 亿元，同比分别增长 21.35%、21.04% 和 16.63%；归属母公司净利润分别为 1.86 亿元、2.36 亿元和 2.78 亿元，同比分别增长 -5.93%、26.89% 和 17.89%；对应 EPS 分别为 0.71 元、0.91 元和 1.07 元。公司目前股价 39.8 元，我们认为虽然反映了公司业绩负增长和后续外延扩张的综合预期，但业绩负增长预期相对充分外延扩张特别是公司海外渠道拓展的能力与决心预期仍显不足，结合可比公司情况，我们认为三诺生物的合理价格区间在 37.1-47.7 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**医院渠道投入回报不及预期、国际化并购受政策影响大、国际厂商新产品冲击

图表 1: 三诺生物财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	339	449	545	661	800	934
增长率	61.89%	32.4%	21.3%	21.4%	21.0%	16.6%
营业成本	-101	-147	-169	-227	-271	-315
%销售收入	29.7%	32.8%	31.1%	34.4%	33.8%	33.7%
毛利	238	302	375	434	530	619
%销售收入	70.3%	67.2%	68.9%	65.6%	66.2%	66.3%
营业税金及附加	-4	-5	-7	-8	-10	-12
%销售收入	1.2%	1.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
营业费用	-89	-110	-131	-179	-200	-224
%销售收入	26.3%	24.6%	24.1%	27.0%	25.0%	24.0%
管理费用	-28	-40	-61	-80	-97	-114
%销售收入	8.3%	8.8%	11.1%	12.2%	12.2%	12.2%
息税前利润 (EBIT)	117	147	176	167	222	269
%销售收入	34.5%	32.7%	32.3%	25.2%	27.8%	28.9%
财务费用	16	13	15	11	12	14
%销售收入	-4.7%	-2.9%	-2.8%	-1.6%	-1.5%	-1.5%
资产减值损失	0	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	7	11	10	10	10	10
%税前利润	4.6%	5.6%	4.3%	4.5%	3.6%	3.1%
营业利润	140	169	198	187	244	294
营业利润率	41.2%	37.7%	36.3%	28.3%	30.5%	31.5%
营业外收支	10	21	32	29	30	29
税前利润	150	191	230	216	274	323
利润率	44.1%	42.5%	42.2%	32.6%	34.2%	34.6%
所得税	-21	-25	-33	-30	-39	-45
所得税率	13.9%	13.4%	14.3%	14.0%	14.1%	14.0%
净利润	129	165	197	186	236	278
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	129	165	197	186	236	278
净利率	38.0%	36.8%	36.2%	28.1%	29.4%	29.7%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	165	197	186	236	278
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	6	12	16	17	22
非经营收益	-7	-11	-11	-38	-40	-39
营运资金变动	3	-46	-46	6	-15	-18
经营活动现金净流	129	114	153	169	198	243
资本开支	33	106	69	40	42	37
投资	-160	-71	39	0	0	0
其他	6	4	18	10	10	10
投资活动现金净流	-187	-173	-13	-30	-32	-27
股权募资	588	25	10	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-53	-66	-67	0	-93	0
筹资活动现金净流	535	-41	-57	0	-93	0
现金净流量	476	-99	84	139	73	215
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	655	556	640	779	852	1,067
应收款项	16	34	110	107	124	145
存货	37	53	41	56	70	85
其他流动资产	181	250	204	209	212	214
流动资产	889	893	994	1,151	1,258	1,511
%总资产	94.0%	85.1%	82.0%	81.0%	79.5%	80.4%
长期投资	0	1	2	2	2	2
固定资产	40	128	187	237	287	330
%总资产	4.2%	12.2%	15.4%	16.7%	18.1%	17.5%
无形资产	12	24	26	28	32	34
非流动资产	57	156	218	270	325	369
%总资产	6.0%	14.9%	18.0%	19.0%	20.5%	19.6%
资产总计	946	1,049	1,212	1,421	1,583	1,880
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	37	38	44	62	75	88
其他流动负债	48	29	25	125	38	44
流动负债	85	66	69	186	112	132
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	16	36	31	31	31	31
负债	101	103	101	218	144	163
普通股股东权益	845	971	1,111	1,204	1,439	1,717
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	946	1,074	1,212	1,421	1,583	1,880
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	1.464	1.243	0.986	0.714	0.906	1.068
每股净资产 (元)	9.604	7.303	5.555	4.628	5.534	6.602
每股经营现金净流 (元)	1.467	0.860	0.766	0.651	0.762	0.933
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.359	0.359	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	15.24%	17.02%	17.76%	15.42%	16.37%	16.17%
总资产收益率	13.61%	15.39%	16.29%	13.06%	14.88%	14.77%
投入资本收益率	53.11%	30.71%	32.14%	33.98%	32.61%	35.75%
增长率						
营业总收入增长率	61.89%	32.42%	21.35%	21.35%	21.04%	16.63%
EBIT增长率	22.25%	25.31%	19.91%	-5.21%	33.16%	21.25%
净利润增长率	46.13%	28.32%	19.38%	-5.93%	26.89%	17.89%
总资产增长率	292.35%	13.48%	12.85%	17.30%	11.36%	18.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.9	16.9	36.9	52.0	50.0	50.0
存货周转天数	108.7	112.0	101.3	90.6	95.0	98.0
应付账款周转天数	20.4	34.0	50.8	65.0	67.0	69.0
固定资产周转天数	13.8	31.6	54.2	60.3	59.1	57.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-77.53%	-57.24%	-57.57%	-64.73%	-59.18%	-62.15%
EBIT利息保障倍数	-7.3	-11.4	-11.4	-15.7	-18.2	-18.7
资产负债率	10.68%	9.56%	8.29%	15.32%	9.07%	8.68%

来源: 中泰证券研究所

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:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。