

## 三诺生物(300298.SZ)

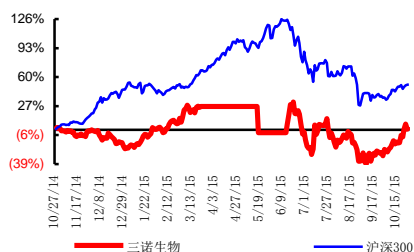
海外市场拓展符合预期，关注双方协同优势，维持“买入”

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**45.5—50.5**  
 分析师 联系人  
 孙建  
 S0740515080002 中泰医药生物团队  
 021-20315160 021-20315230  
 sunjian@r.qlzq.com.cn wanglw@r.qlzq.com.cn  
 2015年10月27日

### 基本状况

总股本(百万股)	261
流通股本(百万股)	261
市价(元)	40.76
市值(百万元)	10,640
流通市值(百万元)	10,640

### 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：**公司子公司心诺健康和公司控股股东李少波先生与 NIPRO CORPORATION（尼普洛株式会社，日本）就 NIPRO DIAGNOSTICS, INC.（尼普洛诊断有限公司，美国）股权转让事宜达成一致，并签署了《股权收购协议》，拟出资 27,250 万美元（按本公告之日美元兑人民币汇率：1 美元=6.3510 人民币元汇率，约合人民币 173,064.75 万元）收购尼普洛集团持有的标的公司 100% 的股权。为更好地参与收购标的公司股权，利用心诺健康作为本次标的公司股权收购的交易平台，经公司与控股股东协商，双方拟共同出资人民币 120,000 万元对心诺健康进行增资，其中公司拟出资人民币 28,000 万元（含超募资金人民币 27,186.33 万元，不足部分用自有资金补足），合计出资人民币 30,000 万元，持股比例为 25%；控股股东出资人民币 90,000 万元，持股比例为 75%。为确保本次标的公司股权收购项目的顺利进行，充分利用财务资金杠杆，本公司拟以提供连带责任担保的方式为心诺健康申请的银行授信提供不超过人民币柒亿元的担保，担保期限为三年。
- **点评：**海外拓展符合预期，双方协同优势突出，维持“买入”。我们在 9 月 10 日的深度报告中已经对美国以及国内市场的血糖检测行业趋势进行了判断，我们认为打开外资品牌垄断度高的医院渠道和自身性价比高的海外市场是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，公司作为国产血糖监测的领先者在海外项目中优势明显，此次公司对于尼普洛诊断的海外拓展验证了我们对于行业和公司发展战略的判断和预期，综合考虑国内外血糖检测市场情况以及双方的协同优势，维持“买入”评级，我们认为具体看点在于：
  - 美国商保议价能力强，血糖检测产品价格下行压力大，折扣较大的厂商通常更容易中标，三诺产品若进入美国市场性价比优势凸现。美国商保根据美国《糖尿病护理》(Diabetes Care) 杂志中发表

的一篇文章显示,在美国所有伴糖尿病成人患者中,90%有某种类型的健康保险,其中包括85%的18~64岁人群和近100%的≥65岁人群。高比例的血糖健康护理保险,是美国诊疗率高的主要原因。通过上文我们的分析知道,血糖监测系统的利润增长点主要来自于后续患者对于血糖试纸的消费,但如此规模的保险覆盖比例,大大增强了保险公司以及政府医保部门对于血糖制造企业的议价能力,国外企业在美国市场上的血糖试纸条价格承压巨大,地方医保和商业医保选择血糖仪覆盖供应商的标准是非常相似的,都是价格因素主导趋向,折扣较大的厂商通常更容易中标,三诺利用国内血糖试条生产的规模化效应以及成本优势,相比国外企业同规格产品性价比优势明显。

- **同一统计口径下,美国血糖检测设备渗透率为63%,仍旧是一个未饱和市场,三诺金系列产品有望在年底获得FDA认证,进入美国市场将有力提升公司在全球血糖监测产品市场的占有率。**目前市场上大多数对于美国血糖检测设备的渗透率统计为90%左右,中国为20%左右,但是实际上使用的统计口径有所不同,中国的渗透率水平是目前保有血糖检测设备的病患人数与糖尿病患者人数的比值,美国的渗透率水平是保有血糖检测设备的病患人数与糖尿病知晓患者人数的比值,而美国糖尿病的知晓率为70%,所以实际上同一统计口径下美国血糖检测设备的渗透率仅为63%,仍旧是一个未饱和的市场,美国市场血糖仪每年增量约在10万台左右,而试纸每年增量约在5,000万条左右,三诺金系列产品有望在年底获得FDA认证,进入美国市场将有力提升公司在全球血糖监测产品市场的占有率。
- **尼普洛诊断作为全球销售排名第六的美国血糖监测领先企业,美国市场占有率预计约为14%左右,三诺生物并购完成后,将成为全球第二梯队的血糖监测产品的提供商。**目前全球血糖检测行业的企业可以被分成三个群体:1)排名前四的企业,分别是罗氏、强生、拜耳和雅培;2)第二梯队的制造商,包括Arkray、i-Sens、AgaMatrix和Nipro;3)国内本土及其他的血糖监测产品生产企业。尼普洛诊断目前已经拥有一个数量庞大、稳定以及忠诚的患者群体,目前市占率大约是14%左右,TRUE系列产品是血糖监测领域的知名品牌,市场认可度较高,且尼普洛诊断血糖监测产品的高精度、富有竞争力的连通性以及开放式的技术平台是在未来赢得市场份额的重要优势。双方能够优势互补,在研发、生产和销售上产生协同,三诺生物并购完成后,将成为全球第二梯队的血糖监测产品的提供商。
- **尼普洛诊断2015年上半年模拟EBITDA为459万美元,以全年1000万美元预测,收购估值约为25PE,我们认为考虑到标的公司的质地收购价格合理,未来还将有望贡献部分利润。**根据尼普洛诊断与尼普洛集团签署的销售协议,经尽职调查机构进行调整,尼普洛诊断2014年模拟税息折旧及摊销前利润(EBITDA)为543万美元,2015年上半年模拟税息折旧及摊销前利润(EBITDA)为459万美元,若粗略以全年1000万美元预测,收购估值约为25PE,考虑到标的公司的质地,我们认为收购价格合理,未来还将有望贡献部分利润。
- **投资建议: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,同时公司作为国产血糖监测的领导者,此次对于尼普洛的收购完成了海外市场拓展的阶段性战略目标,且双方协同优势突出,公司未来将跻身成为全球第二梯队的血糖监测产品的提供商。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。参考可比公司估值水平(2016年平均50PE左右),综合考虑公司海外并购的协同性和不确定性,我们认为公司2016年的合理估值区间为50-55倍,目标价45.5-50.5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
股权筹资	588	25	10	0	0	0
债权筹资	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。