

2017年08月28日

三诺生物 (300298.SZ)

## 海外投资亏损逐季缩窄，盈利能力获得持续提升，公司有望迎来业绩拐点

事件：

公司发布 2017 年中报：上半年，公司实现收入 4.93 亿元，同比增长 43.22%；归母净利润 0.94 亿元，同比增长 78.7%，超过业绩预告中枢；扣非净利润 0.86 亿元，同比增长 35.34%。

点评：

■收入端保持快速增长，盈利能力进一步提升。公司上半年实现收入 4.93 亿元，同比增长 43.22%，虽然考虑到去年二季度公司收入基数较低，但今年二季度公司实现收入 2.59 亿元，在一季度较高基数之上仍环比增长 10%，公司经营趋势向好。其中，我们预计公司的血糖仪与试纸条产品在零售市场实现销售 4.6 亿元，医院市场实现销售额两千多万元，海外市场实现销售额 2016 万元，零售端保持较好的增长势头，医院端全年有望实现 7000 万左右收入。与此同时，公司的毛利率较往年同期提升 5.13pp 至 65.77%，我们判断主要原因是前期公司投放的血糖仪逐渐进入收获期拉动高毛利率的试纸条销售上升所导致的。分季度对比来看，公司二季度毛利率较一季度有所下降，主要原因是二季度投放血糖仪较一季度多，随着血糖仪对试纸条的拉动效应逐渐体现，公司下半年的毛利率有望进一步提升。

■销售费用率控制良好，财务指标整体趋势向好。2015 年公司为了扩大覆盖零售市场与医院市场，扩招销售人员数量较大，但随着新纳入销售人员逐渐贡献业绩，整体销售费率逐年下降，上半年公司的销售费率较往年同期下降 3.27pp 至 25.44%。此外，公司净利率较往年同期提升显著，若剔除投资收益影响，公司上半年净利润率较往年同期提升 3pp 至 23.6%，公司整体财务指标趋势向好。

■海外投资亏损逐季缩窄，业绩拖累因素逐渐消除。上半年，公司海外投资公司 Trividia 亏损 1.06 亿元、PTS 盈利 1039 万元，合计对母公司报表影响为投资亏损 2216 万元，分季度看公司二季度较一季度减少 1247 万元，亏损逐季缩窄。我们预计 PTS 公司全年有望实现 3000 万左右净利润，Trividia 亏损缩窄至 1.2-1.5 亿元，公司的业绩拖累因素逐渐消除。

■血糖监测未来成长空间巨大，公司在零售市场端份额已经接近 40%，并开始在医院市场端取得突破。糖尿病领域空间巨大，且伴随终身，一方面发病率在提升，另一方面目前我国还有大量未发现和确诊的糖尿病患者，未来患者数量将持续上升。血糖监测是糖尿病人群必不可少的检测手段，公司年报披露目前我国血糖监测渗透率仅 20%，相比

公司快报

证券研究报告

医疗器械

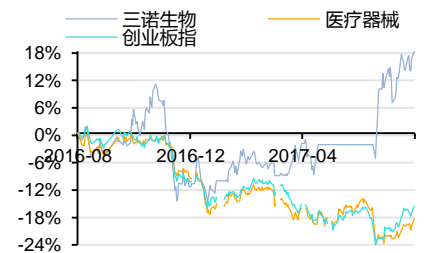
投资评级 **买入-A**  
首次评级

6 个月目标价：**26 元**  
股价 (2017-08-28) **19.68 元**

交易数据

总市值 (百万元)	8,016.00
流通市值 (百万元)	5,919.28
总股本 (百万股)	407.32
流通股本 (百万股)	300.78
12 个月价格区间	15.78/22.58 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.54	16.23	33.98
绝对收益	5.24	20.96	18.14

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

孔令岩

报告联系人

kongly@essence.com.cn

相关报告

美国 90%和全球 60%渗透率还有极大提升空间。目前国内血糖监测市场规模约 60 亿元，随着确诊糖尿病人数量与血糖监测渗透率的提升，我们预计 2021 年市场规模有望达到 144 亿元，年复合增长率接近 20%。

公司目前在零售市场销量占比已经高达 50%，但仍在保持快速增长，一方面行业自身在增长，另一方面，仍在进一步提升市占率，未来外资品牌在零售市场的份额仍将被进一步替代。医院市场方面，长期以来被外资品牌垄断，国产份额不足 10%，随着国内龙头企业与外资品牌的技术差距逐渐缩窄以及当前医保控费压力下多省将耗材纳入招标，高性价比的国产品牌有望逐步受益进口替代，打开增长空间。我们预计公司在医院端销售今年有望达到 7000 万左右，明年开始预计将扭亏，取得实质性突破。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 26 元。暂不考虑定增重组与募集配套资金情况，我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润分别为 2.33 亿元、3.32 亿元、4.34 亿元，EPS 分别为 0.57 元、0.81 元、1.07 元，对应当前股价的 PE 分别为 34X/24X/19X；若考虑定增重组及募集配套资金情况，2018-2019 年备考净利润分别为 3.56 亿元、4.67 亿元，备考 PE 分别为 25X、19X。考虑到公司业绩拖累因素逐渐消除，公司经营情况与财务指标趋势向好，公司业绩有望迎来拐点且当前估值具有显著优势，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 26 元，相当于 2018 年 32 倍动态市盈率。

■**风险提示：**重组整合风险、医院市场拓展不达预期、海外投资亏损加大

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	645.5	795.8	1,004.0	1,227.7	1,489.2
净利润	143.7	115.2	233.1	332.0	434.3
每股收益(元)	0.35	0.28	0.57	0.81	1.07
每股净资产(元)	3.04	3.13	3.40	3.57	3.73

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	55.8	69.6	34.4	24.1	18.5
市净率(倍)	6.5	6.3	5.8	5.5	5.3
净利润率	22.3%	14.5%	23.2%	27.0%	29.2%
净资产收益率	11.6%	9.0%	16.8%	22.8%	28.6%
股息收益率	1.2%	1.5%	2.0%	3.3%	4.6%
ROIC	23.4%	6.2%	19.0%	25.3%	35.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	645.5	795.8	1,004.0	1,227.7	1,489.2	成长性					
减:营业成本	221.0	285.9	341.1	398.5	466.9	营业收入增长率	18.5%	23.3%	26.2%	22.3%	21.3%
营业税费	8.5	13.5	14.6	17.8	21.6	营业利润增长率	-30.3%	-47.0%	215.6%	47.0%	32.2%
销售费用	219.7	246.9	281.6	337.6	402.7	净利润增长率	-27.2%	-19.8%	102.4%	42.4%	30.8%
管理费用	82.6	94.6	110.5	133.9	160.7	EBITDA 增长率	-27.6%	-37.5%	187.3%	43.3%	30.5%
财务费用	-14.4	-8.3	-3.2	-4.1	-4.7	EBIT 增长率	-32.3%	-47.5%	250.9%	47.3%	32.4%
资产减值损失	1.4	5.2	1.1	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	-30.1%	-50.2%	257.7%	48.0%	33.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	88.1%	17.0%	10.8%	-4.3%	6.6%
投资和汇兑收益	11.3	-84.8	-27.3	-3.5	7.8	净资产增长率	11.6%	3.0%	8.7%	4.7%	4.3%
营业利润	138.0	73.2	230.8	339.4	448.9	利润率					
加:营业外净收支	23.7	63.2	40.6	44.9	51.4	毛利率	65.8%	64.1%	66.0%	67.5%	68.7%
利润总额	161.7	136.3	271.4	384.3	500.3	营业利润率	21.4%	9.2%	23.0%	27.6%	30.1%
减:所得税	18.6	21.8	39.1	53.8	68.0	净利润率	22.3%	14.5%	23.2%	27.0%	29.2%
净利润	143.7	115.2	233.1	332.0	434.3	EBITDA/营业收入	21.5%	10.9%	24.8%	29.0%	31.2%
						EBIT/营业收入	19.2%	8.2%	22.7%	27.3%	29.8%
						运营效率					
						固定资产周转天数	90	104	81	61	46
						流动资产周转天数	167	126	113	108	97
						流动营业资本周转天数	484	313	241	235	221
						应收账款周转天数	47	55	46	49	50
						存货周转天数	26	23	27	24	23
						总资产周转天数	710	635	531	464	405
						投资资本周转天数	375	431	388	327	272
						投资回报率					
						ROE	11.6%	9.0%	16.8%	22.8%	28.6%
						ROA	10.7%	7.8%	15.6%	19.7%	25.8%
						ROIC	23.4%	6.2%	19.0%	25.3%	35.2%
						费用率					
						销售费用率	34.0%	31.0%	28.1%	27.5%	27.0%
						管理费用率	12.8%	11.9%	11.0%	10.9%	10.8%
						财务费用率	-2.2%	-1.0%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
						三费/营业收入	44.6%	41.9%	38.7%	38.1%	37.5%
						偿债能力					
						资产负债率	7.0%	13.3%	6.8%	13.3%	9.5%
						负债权益比	7.6%	15.3%	7.3%	15.4%	10.4%
						流动比率	9.99	3.47	8.72	4.38	6.46
						速动比率	9.27	3.20	7.44	4.08	5.56
						利息保障倍数	-8.60	-7.84	-72.14	-82.54	-93.59
						分红指标					
						DPS(元)	0.23	0.30	0.40	0.65	0.91
						分红比率	65.4%	105.7%	69.2%	80.1%	85.0%
						股息收益率	1.2%	1.5%	2.0%	3.3%	4.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	143.1	114.5	233.1	332.0	434.3	EPS(元)	0.35	0.28	0.57	0.81	1.07
加:折旧和摊销	14.9	22.1	21.2	21.2	21.2	BVPS(元)	3.04	3.13	3.40	3.57	3.73
资产减值准备	1.4	5.2	-	-	-	PE(X)	55.8	69.6	34.4	24.1	18.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	6.3	5.8	5.5	5.3
财务费用	-3.8	-4.5	-3.2	-4.1	-4.7	P/FCF	-30.0	-236.0	65.9	21.0	22.2
投资损失	-11.3	84.8	27.3	3.5	-7.8	P/S	12.4	10.1	8.0	6.5	5.4
少数股东损益	-0.5	-0.7	-0.8	-1.5	-2.0	EV/EBITDA	65.2	68.0	31.2	21.5	16.5
营运资金的变动	-44.6	10.3	-112.9	25.0	-97.6	CAGR(%)	32.2%	55.7%	5.6%	32.2%	55.7%
经营活动产生现金流量	121.5	203.4	164.8	376.0	343.4	PEG	1.7	1.2	6.1	0.8	0.3
投资活动产生现金流量	-374.0	-302.5	-27.8	-3.7	8.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-36.1	-100.1	-118.3	-261.7	-364.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034