

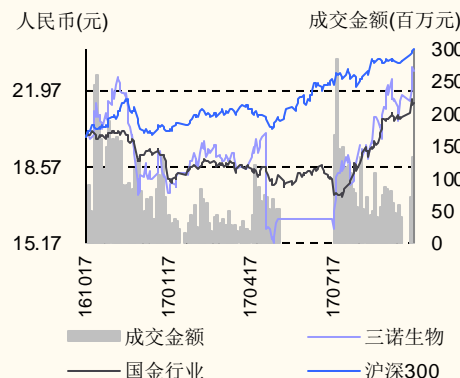
市场价格 (人民币): 22.82 元

## 业绩超预期, 上调盈利预测

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	300.78
总市值(百万元)	9,294.97
年内股价最高最低(元)	23.02/15.17
沪深 300 指数	3921.00



## 相关报告

1. 《再获 5 项医疗器械注册证, 产品线进一步丰富-三诺生物公司点评》, 2017.9.22
2. 《半年报符合预期, 期间费用同比改善-三诺生物公司点评》, 2017.8.29
3. 《行业地位稳固, 不断拓展产品线-三诺生物公司点评》, 2017.8.3
4. 《血糖监测大市场, 持续投入开始进入收获期-三诺生物公司深度研究》, 2017.7.20

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号: S1130517050002  
(8621)60230233  
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.550	0.340	0.664	0.891	1.114
每股净资产(元)	4.74	3.77	4.17	4.84	5.78
每股经营性现金流(元)	0.47	0.60	1.33	0.89	1.33
市盈率(倍)	65.34	53.28	34.36	25.62	20.49
行业优化市盈率(倍)	34.60	34.60	34.60	34.60	34.60
净利润增长率(%)	-27.20%	-19.81%	134.85%	34.12%	25.00%
净资产收益率(%)	11.62%	9.03%	19.18%	22.15%	23.19%
总股本(百万股)	261.04	338.36	407.32	407.32	407.32

来源: 公司公告、国金证券研究所、聚源数据

## 事件

- 三诺生物发布前三季度业绩预告: 2017 年前三季度归母净利润 1.79 亿-2.14 亿, 同比增长 50%-80%; 第三季度归母净利润 9996 万-1.2 亿, 同比增长 50%-80%。

## 点评

- **1. 三季度业绩超预期, 上调全年盈利预测:**
- 公司第三季度业绩超出我们预期, 我们认为主要是公司毛利率和销售费用的管控超出预期, 此外预计公司三季度海外投资扭亏, 四季度、明年开始有望贡献收益。
- 若剔除海外亏损因素, 我们预计公司今年国内业务板块有望达到 3 亿利润, 与去年同期国内业务板块 2 亿利润相比增长 50%。
- **2. 年内公司获得多项除传统血糖仪产品以外的医疗器械产品注册证, 进一步丰富公司产品梯队:**
- 今年以来, 公司新获血糖血酮测试仪、便携式全自动生化分析仪、便携式糖化血红蛋白分析仪、尿微量白蛋白检测试剂盒(免疫层析法)、胱抑素 C 检测试剂盒(免疫层析法)、超敏 C 反应蛋白(hs-CRP)检测试剂盒(免疫层析法)的产品注册证, 产品梯队丰富。
- **3. 美国子公司 Sinocare Meditech 血糖测试系统获得 FDA 认证、和新产品的获批, 助力公司打开医院端市场销售:**
- 2017 年 10 月 12 日, 公司公告美国子公司 Sinocare Meditech 的 Gold AQ Blood Glucose Monitoring System (Gold AQ 血糖测试系统) 已取得美国 FDA 的 510(K) 认证, 510(K) 编号为“K170264”。上市公司负责 Gold AQ 血糖测试系统的生产和销售。不仅使得公司可以在美国销售该产品, 更有利于金系列产品在国内医院市场的开拓。
- 从 2015 年开始, 公司金系列血糖仪上市, 产品进入医院渠道(金准、金智、安捷品牌); 今年以来, 公司新产品持续获批, 未来主打基层医疗机构和床旁检测的产品线进一步丰富。
- **4. 海外收购拖累上市公司去年业绩, 今年海外减亏、PTS 已经开始盈利:**
- 公司在 2016 年先后通过心诺健康收购 Trividia 和通过三诺健康收购 PTS 两个海外公司, 分别聚焦于血糖监测和血脂监测领域。去年海外收购拖累上市公司业绩, 今年海外开始减亏, 预计明年开始盈利。

- 上半年心诺健康亏损 1.14 亿（上市公司持股 25%），三诺健康盈利 680 万人民币（上市公司持股 25%）。
- 从三季报预告情况来看，我们预计海外业务已经扭亏。
- **5. 首次员工持股，彰显对公司长期发展信心：**
- 公司自上市以来，除在 2013 年做过期权和限制性股票激励以外，2017 年首次实行员工持股计划。
- **6. 与市场普遍认为的血糖仪是红海市场、竞争激烈的传统观点不同，我们认为血糖仪市场目前行业壁垒高：**
- 血糖仪市场特殊的销售模式决定了规模效应是该行业最重要的因素，既有血糖仪的投放造成了新竞争者的市场进入壁垒，使得后者的盈利门槛越来越高。OTC 端市场竞争格局清晰、龙头公司地位稳固、糖尿病自我监测市场潜力巨大，为公司未来收入端的发展提供了稳健的增长动力。
- 我们推算当前中国试纸条年销售量在 20 亿条左右（OTC+医院端），我们预计 2015 年三诺生物试纸年销量在 5 亿条试纸以上，三诺生物按照销售量测算的 OTC 的市场份额已经达到 50%以上。现有的行业竞争格局使得后进入者盈利门槛提高。
- 公司今年 7 月 1 日开始对试纸出厂价提价，也体现了行业竞争格局稳态后，龙头公司话语权的提高。

#### 盈利调整

- 上调公司 2017-2019 年盈利预测至 2.7 亿、3.6 亿、4.5 亿，当前股价对应明年市盈率 25x（不考虑增发情况）；若考虑未来增发收购 PTS 剩余股权、以及配套资金，预计 2017-2019 年归母净利润为 2.9 亿、3.8 亿、4.8 亿，当前股价对应明年 P/E28x。

#### 投资建议

- 给予目标价 28 元，维持“买入”评级，持续推荐。

#### 风险提示

- 股东减持风险，收购整合风险，财务成本风险。
- 由于实际控制人之一车宏莉女士，已于 2015 年提交辞职报告，不再担任公司其他任何职务。车女士减持完毕后仍有公司 25%的股权，因而存在减持对股价的影响风险。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>545</b>	<b>646</b>	<b>796</b>	<b>995</b>	<b>1,218</b>	<b>1,490</b>	货币资金	640	354	216	528	637	1,091
增长率		18.5%	23.3%	25.0%	22.4%	22.3%	应收款项	110	127	183	180	220	269
<b>主营业务成本</b>	<b>-169</b>	<b>-221</b>	<b>-286</b>	<b>-343</b>	<b>-420</b>	<b>-507</b>	存货	41	54	50	62	76	92
%销售收入	31.1%	34.2%	35.9%	34.5%	34.5%	34.0%	其他流动资产	204	206	195	18	22	26
<b>毛利</b>	<b>375</b>	<b>425</b>	<b>510</b>	<b>652</b>	<b>798</b>	<b>983</b>	流动资产	994	741	644	789	956	1,478
%销售收入	68.9%	65.8%	64.1%	65.5%	65.5%	66.0%	%总资产	82.0%	55.5%	43.7%	48.7%	50.5%	63.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-21</b>	<b>-25</b>	长期投资	2	300	500	501	500	500
%销售收入	1.3%	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	187	236	245	281	379	299
<b>营业费用</b>	<b>-131</b>	<b>-220</b>	<b>-247</b>	<b>-254</b>	<b>-305</b>	<b>-373</b>	%总资产	15.4%	17.7%	16.6%	17.3%	20.0%	12.8%
%销售收入	24.1%	34.0%	31.0%	25.5%	25.0%	25.0%	无形资产	26	53	52	47	55	63
<b>管理费用</b>	<b>-61</b>	<b>-83</b>	<b>-95</b>	<b>-109</b>	<b>-134</b>	<b>-164</b>	非流动资产	218	593	830	831	937	865
%销售收入	11.1%	12.8%	11.9%	11.0%	11.0%	11.0%	%总资产	18.0%	44.5%	56.3%	51.3%	49.5%	36.9%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>176</b>	<b>114</b>	<b>155</b>	<b>272</b>	<b>339</b>	<b>422</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,212</b>	<b>1,334</b>	<b>1,474</b>	<b>1,620</b>	<b>1,893</b>	<b>2,343</b>
%销售收入	32.3%	17.6%	19.5%	27.3%	27.8%	28.3%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	应付款项	44	57	134	141	172	209
%销售收入	-2.8%	-2.2%	-1.0%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	其他流动负债	25	17	52	61	75	169
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	流动负债	69	74	185	202	247	378
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>-85</b>	<b>-23</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	其他长期负债	31	20	10	5	6	7
%税前利润	4.3%	7.0%	n.a	n.a	2.3%	2.6%	<b>负债</b>	<b>101</b>	<b>94</b>	<b>196</b>	<b>207</b>	<b>253</b>	<b>386</b>
<b>营业利润</b>	<b>198</b>	<b>138</b>	<b>73</b>	<b>253</b>	<b>360</b>	<b>453</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,111</b>	<b>1,237</b>	<b>1,275</b>	<b>1,410</b>	<b>1,638</b>	<b>1,956</b>
%利润率	36.3%	21.4%	9.2%	25.5%	29.5%	30.4%	少数股东权益	0	3	3	2	1	0
<b>营业外收支</b>	<b>32</b>	<b>24</b>	<b>63</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,212</b>	<b>1,334</b>	<b>1,474</b>	<b>1,620</b>	<b>1,893</b>	<b>2,343</b>
<b>税前利润</b>	<b>230</b>	<b>162</b>	<b>136</b>	<b>317</b>	<b>426</b>	<b>533</b>							
利润率	42.2%	25.0%	17.1%	31.9%	35.0%	35.8%	<b>比率分析</b>						
<b>所得税</b>	<b>-33</b>	<b>-19</b>	<b>-22</b>	<b>-48</b>	<b>-64</b>	<b>-80</b>		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	14.3%	11.5%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>						
<b>净利润</b>	<b>197</b>	<b>143</b>	<b>114</b>	<b>270</b>	<b>362</b>	<b>453</b>	每股收益	0.986	0.550	0.340	0.664	0.891	1.114
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1	每股净资产	5.555	4.738	3.769	4.168	4.841	5.781
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>197</b>	<b>144</b>	<b>115</b>	<b>271</b>	<b>363</b>	<b>454</b>	每股经营现金净流	0.765	0.465	0.600	1.329	0.888	1.332
净利率	36.2%	22.3%	14.5%	27.2%	29.8%	30.4%	每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	17.76%	11.62%	9.03%	19.18%	22.15%	23.19%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	16.29%	10.77%	7.82%	16.70%	19.17%	19.36%
净利润	197	143	114	270	362	453	投入资本收益率	13.58%	8.12%	10.18%	16.35%	17.56%	18.31%
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1	<b>增长率</b>						
非现金支出	12	16	27	26	27	30	主营业务收入增长率	21.35%	18.46%	23.29%	25.00%	22.44%	22.33%
非经营收益	-11	-16	74	-32	-76	-94	EBIT 增长率	19.91%	-35.39%	36.24%	75.34%	24.68%	24.53%
营运资金变动	-46	-21	-13	186	-13	62	净利润增长率	19.38%	-27.20%	-19.81%	134.85%	34.12%	25.00%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>153</b>	<b>121</b>	<b>203</b>	<b>450</b>	<b>300</b>	<b>451</b>	总资产增长率	15.55%	10.09%	10.46%	9.92%	16.84%	23.80%
资本开支	-69	-59	-55	31	-66	123	<b>资产管理能力</b>						
投资	39	-327	-255	-1	0	0	应收账款周转天数	36.2	45.6	53.1	53.1	53.1	53.1
其他	18	12	8	-23	10	14	存货周转天数	101.3	77.9	66.2	66.2	66.2	66.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-13</b>	<b>-374</b>	<b>-303</b>	<b>7</b>	<b>-56</b>	<b>137</b>	应付账款周转天数	50.8	50.7	59.8	59.8	59.8	59.8
股权募资	10	32	0	0	0	0	固定资产周转天数	66.2	126.3	107.9	96.9	80.8	66.8
债权募资	0	0	0	-9	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-67	-66	-99	-135	-135	-135	净负债/股东权益	-57.57%	-28.54%	-16.89%	-37.41%	-38.88%	-55.70%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-57</b>	<b>-33</b>	<b>-99</b>	<b>-144</b>	<b>-135</b>	<b>-134</b>	EBIT 利息保障倍数	-11.4	-7.9	-18.7	-35.3	-28.1	-23.6
<b>现金净流量</b>	<b>84</b>	<b>-286</b>	<b>-199</b>	<b>313</b>	<b>109</b>	<b>453</b>	资产负债率	8.29%	7.04%	13.28%	12.80%	13.39%	16.49%

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	3	7	10	10
增持	0	1	2	5	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.22	1.33	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-07-20	买入	17.17	22.00~23.00
2	2017-08-03	买入	19.09	N/A
3	2017-08-29	买入	19.68	N/A
4	2017-09-22	买入	21.53	N/A

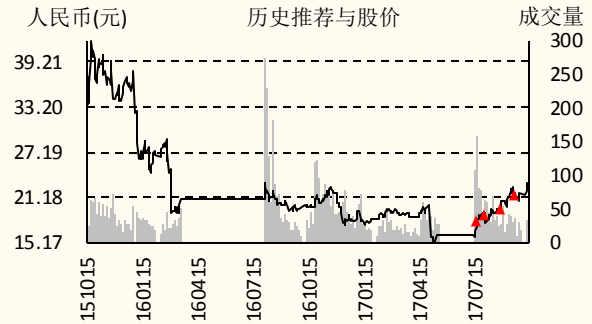
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH