

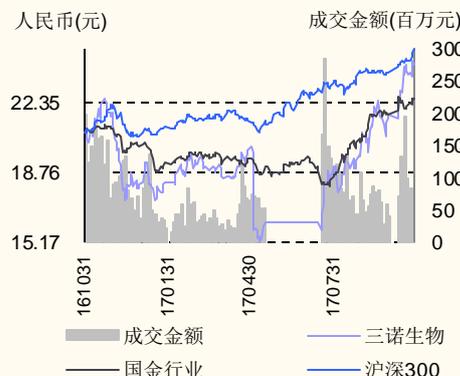
市场价格 (人民币): 24.32 元

业绩超预期，基本面持续向好

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)	9,905.95
年内股价最高最低(元)	24.50/15.17
沪深 300 指数	4021.97



相关报告

1. 《业绩超预期，上调盈利预测-三诺生物公司点评》，2017.10.16
2. 《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
3. 《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
4. 《行业地位稳固，不断拓展产品线-三诺生物公司点评》，2017.8.3
5. 《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

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	36.61	27.30	21.84
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

业绩概览

- 三诺生物前三季度实现营业收入 7.6 亿，同比增长 35%；实现归母净利润 2.1 亿，同比增长 76%；扣非后归母净利润 2 亿，同比增长 41%；经营活动现金流 2.6 亿，同比增长 35%。
- 三季度单季度实现营业收入 2.7 亿，同比增长 22%；实现归母净利润 1.2 亿，同比增长 75%；扣非后归母净利润 1.1 亿，同比增长 46%。

经营分析

- **1. 三季度收入超预期，血糖仪销售势头良好：**
- 前三季度公司实现血糖仪 35% 的销售增长，超出预期。背后的原因是市场竞争格局稳定、血糖仪的销售和盈利模式对龙头公司有利。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 年三诺生物试纸条年销量在 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。
- **2. 毛利率、费用率稳定，投资收益三季度单季转正：**
- 公司今年各季度毛利率稳定，前三季度毛利率维持在 66.3%，销售费用率、管理费用率均稳定。
- 去年海外收购资产拖累到上市公司，今年海外部分三季度转正，全年产生正贡献：
- 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，今年海外部分三季度转正，全年产生正贡献。目前 PTS 的剩余股权收购还在进行证监会反馈过程中。
- 若剔除海外收购资产的因素，前三季度国内业务实现 2.1 亿盈利，与去年同

期国内业务板块利润相比增长 40%。

- **3.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。
- **4.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。

盈利预测

- 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润为 2.7 亿、3.6 亿、4.5 亿（不考虑增发收购 PTS 剩余股权情况）。

投资建议

- 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。

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
主营业务收入	545	646	796	995	1,218	1,490	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
主营业务成本	-169	-221	-286	-343	-420	-507	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
毛利	375	425	510	652	798	983	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%
营业税金及附加	-7	-9	-13	-17	-21	-25	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%	固定投资	187	236	245	281	379	299
营业费用	-131	-220	-247	-254	-305	-373	%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
管理费用	-61	-83	-95	-109	-134	-164	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%
息税前利润 (EBIT)	176	114	155	272	339	422	资产总计	1,212	1,334	1,474	1,620	1,893	2,343
%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
财务费用	15	14	8	8	12	18	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
资产减值损失	-3	-1	-5	-3	-1	-1	流动负债	69	74	185	202	247	378
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	10	11	-85	-23	10	14	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%	负债	101	94	196	207	253	386
营业利润	198	138	73	253	360	453	普通股股东权益	1,111	1,237	1,275	1,410	1,638	1,956
营业利润率	36.3%	21.4%	9.2%	25.5%	29.5%	30.4%	少数股东权益	0	3	3	2	1	0
营业外收支	32	24	63	64	66	80	负债股东权益合计	1,212	1,334	1,474	1,620	1,893	2,343
税前利润	230	162	136	317	426	533	比率分析						
利润率	42.2%	25.0%	17.1%	31.9%	35.0%	35.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-33	-19	-22	-48	-64	-80	每股指标						
所得税率	14.3%	11.5%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.986	0.550	0.340	0.664	0.891	1.114
净利润	197	143	114	270	362	453	每股净资产	5.555	4.738	3.769	4.168	4.841	5.781
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1	每股经营现金净流	0.765	0.465	0.600	1.329	0.888	1.332
归属于母公司的净利润	197	144	115	271	363	454	每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
净利率	36.2%	22.3%	14.5%	27.2%	29.8%	30.4%	回报率						
							净资产收益率	17.76%	11.62%	9.03%	19.18%	22.15%	23.19%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	16.29%	10.77%	7.82%	16.70%	19.17%	19.36%
							投入资本收益率	13.58%	8.12%	10.18%	16.35%	17.56%	18.31%
净利润	197	143	114	270	362	453	增长率						
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-1	-1	主营业务收入增长率	21.35%	18.46%	23.29%	25.00%	22.44%	22.33%
非现金支出	12	16	27	26	27	30	EBIT增长率	19.91%	-35.39%	36.24%	75.34%	24.68%	24.53%
非经营收益	-11	-16	74	-32	-76	-94	净利润增长率	19.38%	-27.20%	-19.81%	134.85%	34.12%	25.00%
营运资金变动	-46	-21	-13	186	-13	62	总资产增长率	15.55%	10.09%	10.46%	9.92%	16.84%	23.80%
经营活动现金净流	153	121	203	450	300	451	资产管理能力						
资本开支	-69	-59	-55	31	-66	123	应收账款周转天数	36.2	45.6	53.1	53.1	53.1	53.1
投资	39	-327	-255	-1	0	0	存货周转天数	101.3	77.9	66.2	66.2	66.2	66.2
其他	18	12	8	-23	10	14	应付账款周转天数	50.8	50.7	59.8	59.8	59.8	59.8
投资活动现金净流	-13	-374	-303	7	-56	137	固定资产周转天数	66.2	126.3	107.9	96.9	80.8	66.8
股权募资	10	32	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	-9	0	1	净负债/股东权益	-57.57%	-28.54%	-16.89%	-37.41%	-38.88%	-55.70%
其他	-67	-66	-99	-135	-135	-135	EBIT利息保障倍数	-11.4	-7.9	-18.7	-35.3	-28.1	-23.6
筹资活动现金净流	-57	-33	-99	-144	-135	-134	资产负债率	8.29%	7.04%	13.28%	12.80%	13.39%	16.49%
现金净流量	84	-286	-199	313	109	453							

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	0	6	10	11	13
增持	0	1	3	5	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.14	1.23	1.31	1.32

来源：朝阳永续

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。

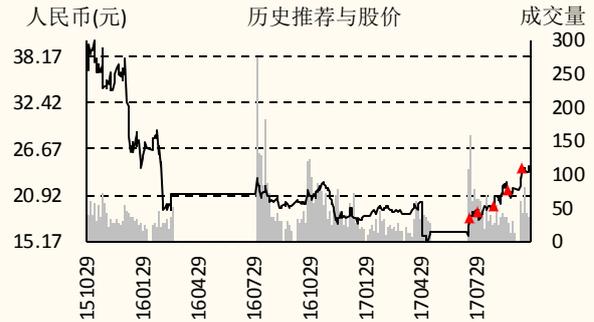
最终评分与平均投资建议对照：

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

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
5	2017-10-16	买入	22.82	28.00~28.00

来源：国金证券研究所



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