

18Q1 业绩受发货延迟影响, 不改全年增长趋势

投资要点

- **业绩总结:** 公司2017年实现营业收入10.3亿元(+29.8%)、归母净利润2.6亿元(+124%); 2018Q1实现营业收入3.1亿元(+34%)、归母净利润8328万元(+85.4%)。
- **2017 业绩符合预期, 业绩拐点明确。** 1) 扣除投资收益和增值税退税影响后, 主营业务利润增速达43%。公司2015-2016加强仪器投放, 2017年进入试条回收期, 2017营业收入增速为29.8%; 随着仪器试条比的下降, 毛利率为67.5%, 同比提升3.4个百分点; 2) 公司于2015年进行销售渠道整顿, 2015年销售人员数量同比增长58%, 由此带来销售费用率大幅提升约9个百分点, 2017年以来销售人员数趋于稳定, 前期新增的销售人员亦将进入业绩贡献期, 销售人员规模效应体现, 销售费用率下降2.9个百分点。3) 投资收益减亏明显, 2017年心诺健康净利润亏损3555万元, 同比减亏3亿元。
- **2018Q1 母公司业绩受发货延迟影响, 预计2018Q2将恢复。** 1) 从单季度来看, 2018Q1收入增速34%, 主要源于三诺健康并表, 剔除并表影响后国内市场(母公司)收入增速7.4%, 增速放缓主要源于1季度发货延迟, 预计2季度订单执行到位后将恢复增长。2) 净利润速度远超收入增速主要源自以下方面: ①政府补助资金约2500万元; ②三诺健康并表影响约1500万元。3) Trividia经营状况向好, 2018Q1投资收益同比减亏3879万元。
- **医院市场、新产品将打开增长空间。** 1) 2016年中国血糖检测市场规模约60亿元, 近年行业增速稳定在10-15%。零售市场公司为龙头, 市场份额接近35%, 2015年销售体系改革后将保持20%左右的增长。医院市场目前由外资占据, 公司金系列通过FDA认证, 并导入Trividia产品, 将加速进军医院市场。2) 公司正在进行PTS的血脂和糖化血红蛋白POCT产品国内注册, 预计血脂POCT销售峰值约10亿元, 糖化血红蛋白POCT销售峰值约5亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 由于三诺健康并表, 我们上调了盈利预测, 预计2018-2020年EPS分别为0.96元、1.22元、1.57元, 对应PE分别为23倍、18倍、14倍。由于公司业绩增速快、弹性大, 导入海外品牌后医院市场发展空间大, 血脂、糖化血红蛋白分别有望成为十亿、五亿级别的产品线, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外资产整合不及预期的风险; 股东减持的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1033.01	1757.98	2188.44	2728.01
增长率	29.80%	70.18%	24.49%	24.66%
归属母公司净利润(百万元)	257.97	391.25	496.75	639.09
增长率	123.94%	51.66%	26.97%	28.65%
每股收益EPS(元)	0.63	0.96	1.22	1.57
净资产收益率ROE	18.56%	22.13%	21.94%	22.01%
PE	34	23	18	14
PB	6.39	5.02	3.92	3.06

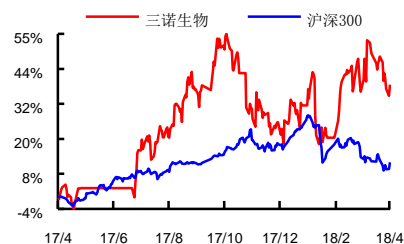
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.71
流通A股(亿股)	4.05
52周内股价区间(元)	15.78-24.5
总市值(亿元)	102.65
总资产(亿元)	16.63
每股净资产(元)	3.41

相关研究

1. 三诺生物(300298): 主营业务高增长+海外投资减亏, 业绩拐点确定 (2017-10-27)
2. 三诺生物(300298): 前三季度业绩超预期, 业绩拐点明确 (2017-10-15)
3. 三诺生物(300298): 金系列获FDA认证, 将加速医院市场放量 (2017-10-12)
4. 三诺生物(300298): 迎来业绩拐点, 分级诊疗利于医院终端放量 (2017-09-07)
5. 三诺生物(300298): 主业高增长+海外亏损大幅缩窄, 呈现业绩拐点 (2017-08-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1033.01	1757.98	2188.44	2728.01	净利润	257.95	391.21	496.70	639.03
营业成本	335.79	614.45	761.21	944.38	折旧与摊销	33.18	30.49	44.23	57.00
营业税金及附加	15.41	26.89	33.80	41.76	财务费用	1.17	-1.51	-2.37	-3.93
销售费用	290.29	492.23	590.88	709.28	资产减值损失	5.63	0.00	0.00	0.00
管理费用	129.89	221.04	275.17	343.01	经营营运资本变动	32.40	-172.78	-85.57	-111.52
财务费用	1.17	-1.51	-2.37	-3.93	其他	-86.43	-10.00	-15.00	-20.00
资产减值损失	5.63	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	243.89	237.41	438.00	560.58
投资收益	5.75	10.00	15.00	20.00	资本支出	-62.92	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-40.43	10.00	15.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-103.35	-120.00	-115.00	-110.00
营业利润	297.43	414.86	544.75	713.50	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.71	48.91	43.66	43.69	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	305.13	463.77	588.41	757.19	股权融资	12.01	0.00	0.00	0.00
所得税	47.19	72.56	91.71	118.17	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	257.95	391.21	496.70	639.03	其他	-123.61	-11.73	2.37	3.93
少数股东损益	-0.03	-0.04	-0.05	-0.07	筹资活动现金流净额	-111.60	-11.73	2.37	3.93
归属母公司股东净利润	257.97	391.25	496.75	639.09	现金流量净额	27.65	105.68	325.37	454.51
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	323.44	429.13	754.49	1209.00	成长能力				
应收和预付款项	198.17	366.85	457.85	563.35	销售收入增长率	29.80%	70.18%	24.49%	24.66%
存货	64.31	117.67	145.78	180.86	营业利润增长率	306.59%	39.48%	31.31%	30.98%
其他流动资产	193.43	329.17	409.78	510.81	净利润增长率	125.29%	51.66%	26.97%	28.65%
长期股权投资	479.49	479.49	479.49	479.49	EBITDA 增长率	281.25%	33.78%	32.16%	30.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	306.59	407.35	494.36	568.61	毛利率	67.49%	65.05%	65.22%	65.38%
无形资产和开发支出	53.99	53.16	52.33	51.51	三费率	40.79%	40.49%	39.47%	38.43%
其他非流动资产	43.36	42.94	42.51	42.09	净利率	24.97%	22.25%	22.70%	23.42%
资产总计	1662.78	2225.76	2836.60	3605.71	ROE	18.56%	22.13%	21.94%	22.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	15.51%	17.58%	17.51%	17.72%
应付和预收款项	162.67	276.06	352.47	435.48	ROIC	40.09%	42.34%	41.49%	45.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.12%	25.25%	26.81%	28.10%
其他负债	110.52	182.14	219.86	266.93	营运能力				
负债合计	273.18	458.20	572.33	702.42	总资产周转率	0.66	0.90	0.86	0.85
股本	407.32	407.32	407.32	407.32	固定资产周转率	4.43	6.00	5.45	5.60
资本公积	341.70	341.70	341.70	341.70	应收账款周转率	6.82	8.25	7.02	7.06
留存收益	645.97	1037.21	1533.97	2173.06	存货周转率	5.87	6.75	5.78	5.78
归属母公司股东权益	1389.59	1767.61	2264.36	2903.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.45%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.04	-0.09	-0.16	资本结构				
股东权益合计	1389.59	1767.57	2264.27	2903.30	资产负债率	16.43%	20.59%	20.18%	19.48%
负债和股东权益合计	1662.78	2225.76	2836.60	3605.71	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.13	2.86	3.23	3.63
					速动比率	2.87	2.59	2.96	3.37
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.63	0.96	1.22	1.57
					每股净资产	3.41	4.34	5.56	7.13
					每股经营现金	0.60	0.58	1.08	1.38
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	331.78	443.85	586.62	766.58					
PE	34.40	22.69	17.87	13.89					
PB	6.39	5.02	3.92	3.06					
PS	8.59	5.05	4.06	3.25					
EV/EBITDA	25.66	18.94	13.78	9.95					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn