

## 三诺生物 (300298)

增持 (维持)

主业平稳增长, 试水医疗服务

## 市场数据

报告日期	2014-10-27
收盘价(元)	38.30
总股本(百万股)	200.06
流通股本(百万股)	62.56
总市值(百万元)	7662.30
流通市值(百万元)	2396.18
净资产(百万元)	1073.14
总资产(百万元)	1140.43
每股净资产	5.36

## 相关报告

《零售市场稳定增长, 新品渠道积极布局》2014-08-12  
《增长稳健, 看好血糖仪广阔市场》2014-03-10  
《三季度加速增长, 趋势确定性向上》2013-10-25

分析师:

李鸣

liming@xyzq.com.cn

S0190514070010

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	449	584	762	964
同比增长(%)	32.4%	30.0%	30.5%	26.6%
净利润(百万元)	165	208	274	352
同比增长(%)	28.3%	26.1%	31.4%	28.5%
毛利率(%)	67.2%	66.6%	67.0%	67.1%
净利润率(%)	36.8%	35.7%	36.0%	36.5%
净资产收益率(%)	17.0%	18.7%	19.8%	20.2%
每股收益(元)	0.83	1.05	1.37	1.76
每股经营现金流(元)	0.57	0.94	1.08	1.52

## 投资要点

事件:

近日, 三诺生物公布了其 2014 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 3.99 亿元, 同比增长 16.64%, 实现归属于上市公司股东净利润 1.47 亿元, 同比增长 21.62%, 实现归属于上市公司股东扣非后净利润 1.32 亿元, 同比增长 17.99%, EPS0.74 元。

点评:

公司的当期业绩略超我们此前的预期 (同比增长 15%-20%)。

- **主业运行平稳, 盈利能力有所提升:** 报告期内公司主营业务运行平稳, 前三季度收入增长 16.64%, 净利润增长 21.62%, 其中非经常性收益影响净利润 1429 万元, 主要是理财收益与政府补贴所致, 这也是公司业绩略超此前预期的主要原因。从单季度来看, 公司三季度实现销售收入 1.49 亿元, 同比增长 13.98%, 实现净利润 6569.65 万元, 同比增长 29.64%, 整体增长稳健。前三季度公司整体毛利率为 67.70%, 同比提升 1.64 个百分点, 主要是产品结构调整, 试纸占比提升, 安稳免条码、安逸等新的高毛利产品占比提升所致。海外市场方面, 公司目前在手订单为 863.4 万美元, 相比 2013 年略有增加, 但由于去年一季度确认了 2012 年已发货的部分货款, 本年度订单部分收入在 2015 年才能确认, 因此公司全年的海外销售规模在没有新增订单的情况下可能会出现阶段性下滑。从海外销售渠道的角度来看, 公司对 TISA 的出口业务已经进入成熟期, 未来预计将会保持稳定小幅增长; 公司积极开拓印度市场, 目前已经实现了销售, 前三季

请阅读最后一页信息披露和重要声明

度我们测算公司确认海外销售收入约为 4900 万元。

- **布局基层持续投入，积极开拓医院市场：**在零售市场保持稳定增长的同时，公司也在积极开拓医院市场，目前已经组建了 40 人的营销队伍，专攻医院市场，目前主要推广的产品是血糖尿酸测试仪。区域方面，公司现阶段主要针对二三线城市医院发力，并将原先由零售队伍负责的与社区医院的合作接管过来，进行针对性营销，与医院合作扩大社区推广的规模。由于长期以来外资品牌在医院市场的垄断地位，国产品牌对医生和护士观念的转变需要一定过程，预计公司未来会持续稳健的增加相关投入，但实际利润贡献在短期内较为有限。在产品方面，公司有望在年底推出专门针对医院市场的“金”系列产品，这种产品将采用贵金属电极，性能更高、检测速度更快，同时能够尽量避免住院患者使用其他药物时对血糖测定的干扰。此外，公司与参股公司合作推出的“糖护士”手机血糖仪已经正式开始线上销售，公司主要负责产品的生产和销售协助。该产品定位于青少年及妊娠糖尿病患者，便于用户的小数据管理起步，未来通过数据分享实现大数据方面的健康管理服务，并可以尝试通过移动端 APP 平台销售其他相关产品。目前该产品主要处于探索消费者需求以及改善用户体验中，公司力求通过“糖护士”手机血糖仪的尝试，扩大产品销售之外也在积极学习互联网思维下的经营模式。
- **收购糖尿病专科医院，试水医疗服务：**近期公司公告出资 2 亿元设立全资子公司三诺健康产业投资有限公司，作为未来公司进行业务拓展时的投资平台。随后公司有公告了以此平台收购北京三诺健恒糖尿病医院有限公司 80% 的股权。三诺健恒是北京市医保定点、新农合定点的专科医院，也是北京市慢病管理单位。其前身是由我国糖尿病专家杭建梅女士于 1991 年创建，目前设有门诊部、住院部、糖尿病研究所、糖尿病教育中心等。2014 前三季度营业收入为 910 万元，实现净利润 59 万元。通过在糖尿病领域多年的经营，公司已经积累了大量的糖尿病用户，获得了一批有价值的慢性病数据。通过对相关数据的挖掘，公司可以实时了解糖尿病患者的健康状况，通过投资三诺健康，公司将逐步建立慢性病管理平台，为血糖仪客户（即糖尿病患者）提供健康管理服务，同时，公司也将积极导入慢性病管理平台客户成为血糖仪客户，通过器械产品与终端服务相结合的方式带动公司持续成长。
- **财务指标整体稳定：**报告期内公司主营业务毛利率为 67.70%，同比上升 1.64 个百分点，主要是产品结构调整所致。公司经营性净现金流为 7316 万元，整体稳定。期间费用率方面，报告期内公司发生销售费用 9425 万元，对应销售费用率为 23.62%，同比上升 0.41 个百分点；发生管理费用 3994 万元，对应管理费用率为 10.01%，同比上升 2.15 个百分点，主要是研发费用增幅较大以及计提股权激励费用所致。公司当期应收账款为 9584 万元，同比增长 58.03%，增长较快，主要是由于公司与主要客户合作时间越来越长，以及客户年销售量的逐步增加，公司增加了主要客户的信用额度所致。
- **盈利预测：**我们认为公司作为国内血糖监测系统的领军企业，未来在新增产

能的支撑下，通过精准化仪器投放保持零售市场的稳定的快速增长，通过“金系列”等产品的推出逐步打开医院市场的销售局面，通过“糖护士”手机血糖仪的尝试逐步摸索互联网思维下的经营模式、通过与华广生计的合作抢占国内高端血糖监测系统市场并进一步拓展海外销售渠道，通过收购糖尿病专科医院试水医疗服务，这种产品、渠道与终端服务相结合的模式，将使得公司有望继续畅享血糖监测的广阔蓝海市场，分享行业未来几年的快速成长期。我们预估公司 2014-2016 年 EPS 为 1.05、1.37 和 1.76 元，对应动态市盈率分别为 36、27 和 21 倍，维持公司“增持”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧导致试条价格下降超预期；试条销售低于预期；新产品推出低于预期；外延拓展低于预期。

表、三诺生物分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	107	104	146	149	2.0%	339	449	32.4%
营业成本	31	36	50	43	-14.6%	101	147	46.4%
毛利	76	68	96	106	10.6%	238	302	26.5%
销售费用	31	26	32	37	14.2%	89	110	23.4%
管理费用	13	13	12	15	27.6%	28	40	41.6%
财务费用	-3	-3	-6	-3	-54.2%	-16	-13	-19.2%
资产减值	-3	2	1	1	-7.3%	0	1	199.9%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	4	4	3	2	-42.1%	7	11	54.6%
营业利润	40	33	59	57	-3.8%	140	169	21.2%
利润总额	49	35	60	74	23.1%	150	191	27.5%
净利润	45	31	50	66	31.8%	129	165	28.3%
EPS	0.336	0.234	0.250	0.328	31.5%	1.464	1.243	-15.1%
销售费用率	28.8%	24.6%	22.0%	24.6%	2.6%	26.3%	24.6%	-1.8%
管理费用率	12.0%	12.7%	8.0%	10.1%	2.0%	8.3%	8.8%	0.6%
财务费用率	-3.0%	-2.8%	-4.1%	-1.9%	2.3%	-4.7%	-2.9%	1.8%
所得税率	8.5%	12.0%	17.2%	11.4%	-5.9%	13.9%	13.4%	-0.6%
毛利率	70.8%	65.0%	65.9%	71.4%	5.6%	70.3%	67.2%	-3.1%
净利润率	41.8%	30.0%	34.1%	44.1%	10.0%	38.0%	36.8%	-1.2%

资料来源: 天软投资系统

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	893	972	1190	1550
货币资金	556	818	1004	1324
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	26	25	33	42
其他应收款	2	4	4	6
存货	53	71	91	115
<b>非流动资产</b>	156	262	303	312
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	63	150	205	222
在建工程	65	58	41	21
油气资产	0	0	0	0
无形资产	24	36	48	60
<b>资产总计</b>	1049	1235	1493	1862
<b>流动负债</b>	60	107	91	108
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	19	26	33	42
其他	41	81	58	66
<b>非流动负债</b>	18	15	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他	18	15	15	15
<b>负债合计</b>	78	121	106	123
股本	133	199	199	199
资本公积	554	487	487	487
未分配利润	225	336	569	868
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	971	1113	1387	1739
<b>负债及权益合计</b>	1049	1235	1493	1862

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	165	208	274	352
折旧和摊销	5	7	12	15
资产减值准备	1	0	1	1
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-13	-14	-16	-21
投资损失	-11	-15	-17	-19
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-66	-19	48	24
<b>经营活动产生现金流量</b>	218	188	215	303
<b>投资活动产生现金流量</b>	-288	127	-46	-4
<b>融资活动产生现金流量</b>	-26	-53	16	21
现金净变动	-96	263	186	319
现金的期初余额	655	556	818	1004
现金的期末余额	559	818	1004	1324

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	449	584	762	964
营业成本	147	195	251	317
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	110	137	171	207
管理费用	40	52	66	80
财务费用	-13	-14	-16	-21
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	11	15	17	19
<b>营业利润</b>	169	223	299	389
营业外收入	22	20	20	20
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	191	242	319	409
所得税	25	34	45	57
净利润	165	208	274	352
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	165	208	274	352
<b>EPS(元)</b>	0.83	1.05	1.37	1.76

## 主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	32.4%	30.0%	30.5%	26.6%
营业利润增长率	21.2%	31.5%	34.1%	30.4%
净利润增长率	28.3%	26.1%	31.4%	28.5%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	67.2%	66.6%	67.0%	67.1%
净利率	36.8%	35.7%	36.0%	36.5%
ROE	17.0%	18.7%	19.8%	20.2%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	7.4%	9.8%	7.1%	6.6%
流动比率	14.89	9.11	13.02	14.33
速动比率	14.00	8.44	12.02	13.26
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.45	0.51	0.56	0.57
应收帐款周转率	21.18	21.20	24.10	23.77
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.83	1.05	1.37	1.76
每股经营现金	0.57	0.94	1.08	1.52
每股净资产	4.87	5.58	6.95	8.72
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	45.48	36.06	27.44	21.35
PB	7.74	6.75	5.42	4.32

**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					



**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。