

全球化布局渐趋完善，CGM 打开成长空间

核心观点：

- 事件：**公司发布2023年半年报。公司2023年1-6月实现营业收入20.07亿元(+8.50%，经调整)，归母净利润1.75亿元(-23.60%，经调整)，扣非净利润1.99亿元(+20.28%，经调整)，经营性现金流2.51亿元(+41.03%，经调整)；2023年Q2实现营业收入13.49亿元(+9.68%，经调整)，归母净利润1.08亿元(-34.42%，经调整)，扣非净利润1.35亿元(+57.36%，经调整)。
- BGM业务保持稳健增长，CGM上市有望打开第二曲线。**从公司2023H1收入来看：①血糖监测系统13.77亿元(+5.12%)；②血脂检测系统：1.55亿元(+76.11%)；③糖化血红蛋白检测系统0.87亿元(+23.38%)；④iPOCT 0.83亿元(+7.39%)；⑤血压计0.60亿元(+14.17%)；⑥糖尿病营养、护理等辅助产品1.34亿元。公司CGM产品“三诺爱看”已于2023年3月获三类证并于4月底上市销售，其具备低电位、不依赖氧气、干扰物少、稳定性好和准确性高等优点，i3 MARD值为8.71%，h3 MARD值达7.45%。据灼识咨询数据，2020年我国I型/II型糖尿病病人CGM渗透率分别仅为6.9%/1.1%，较美国(25.8%/9%)存在较大差距，随着老龄化带动糖尿病患者基数增加、健康管理及医疗消费意识增强，我国CGM渗透率有望快速提升，公司作为国内率先推出成熟CGM产品的先行者，或将充分受益。
- 心诺健康并表影响表观利润，海外子公司经营持续改善。**2023年6月公司以4.97亿元现金认购心诺健康55%股权(3.4亿元新增注册资本)，完成对美国子公司Trividia控股。2023H1心诺健康实现营业收入5.12亿元，净利润-0.78亿元(2022年曾收到一次性仲裁赔款及利息0.22亿美元，致本期由盈转亏)。基于Sinocare品牌与子公司PTS、Trividia协同销售，公司实现海外营销网络整合，目前产品已覆盖135个国家/地区。随着公司进一步推动PTS与Trividia业务整合，深入探索国际采购、市场开拓、研发生产等协同，未来公司经营成本、产品矩阵、业务版图有望愈发改善。
- 多渠道运营树立品牌形象，精益打磨培育核心产品力。**公司在零售、临床、国际等市场不断发力，目前已占据零售端近50%市场份额，覆盖主流电商平台20+，进入全国30个省份3,200+医院，为1,100+医院提供糖尿病管理系统软件，为8,000+基层医疗机构提供iPOCT产品和服务，并在85个国家/地区完成产品注册，不断加大市场开拓力度的同时持续巩固品牌形象。此外，公司坚持高水平研发投入，2023H1研发投入1.61亿元，占营收比例为8.03%，除CGM注册上市外，主要研发/创新成果包括：①高性价比手持慢病监测产品及多功能标准化桌面实验室；②院内外一体化智慧医疗平台；③PDL(精准桌上实验室)研发体系；④“国家知识产权优势企业”：国内累计授权专利328项+软件著作权138项，II类医疗器械注册证分别145项及III类医疗器械注册证1项。
- 投资建议：**公司是国内血糖检测龙头，基于全球化布局持续完善、CGM产品上市放量在即，未来成长空间有望快速打开。我们预计公司2023-2025年归母净利润为4.09/5.29/6.59亿元，同比-5.15%/+29.51%/+24.49%，EPS为0.72/0.94/1.17元，当前股价对应PE为34/26/21倍，首次给予“推荐”评级。

三诺生物(300298)

推荐 (首次评级)

合理估值区间：31.02-35.72元

分析师

程培

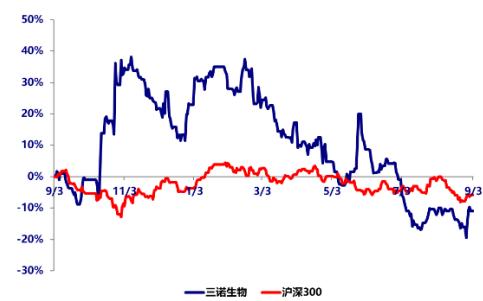
电话：021-20257805

邮箱：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130522100001

	2023-09-03
A股收盘价(元)	24.28
A股一年内最高价(元)	38.95
A股一年内最低价(元)	21.74
沪深300	3791.49
市盈率	34.57
总股本(万股)	56426.54
实际流通A股(万股)	45534.57
限售的流通A股(万股)	10891.97
流通A股市值(亿元)	110.56

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

- **风险提示:** 海外子公司整合进展不及预期的风险、CGM 产品放量不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、关键技术迭代超预期的风险。

主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2813.50	4330.70	5263.53	6378.29
收入增长率%	19.15	53.93	21.54	21.18
净利润(百万元)	430.88	408.68	529.27	658.88
利润增速%	300.56	-5.15	29.51	24.49
毛利率%	58.71	51.16	52.01	52.19
摊薄 EPS(元)	0.76	0.72	0.94	1.17
PE	31.80	33.52	25.89	20.79
PB	4.39	4.13	3.56	3.04
PS	4.87	3.16	2.60	2.15

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产				营业收入	2813.50	4330.70	5263.53	6378.29
现金	843.53	-769.38	-587.62	营业成本	1161.83	2114.92	2526.13	3049.48
应收账款	348.39	541.34	690.84	营业税金及附加	30.63	0.00	0.00	0.00
其它应收款	7.36	12.03	14.62	营业费用	751.32	1017.71	1210.61	1435.11
预付账款	49.47	88.83	105.89	管理费用	195.86	433.07	515.83	605.94
存货	416.79	646.22	806.96	财务费用	12.27	0.00	0.00	0.00
其他	51.48	68.61	79.45	资产减值损失	-27.07	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2900.10	4839.90	5078.79	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	304.99	314.99	324.99	投资净收益	42.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	1205.59	1849.22	2085.75	营业利润	470.21	505.16	658.30	809.39
无形资产	207.94	549.48	514.01	营业外收入	0.36	0.00	0.00	0.00
其他	1181.57	2126.21	2154.04	营业外支出	0.58	0.00	0.00	0.00
资产总计	4617.12	5427.55	6188.93	利润总额	469.99	505.16	658.30	809.39
流动负债	833.58	1361.83	1596.57	所得税	42.04	98.51	131.66	153.78
短期借款	37.10	37.10	37.10	净利润	427.96	406.65	526.64	655.60
应付账款	245.05	323.11	382.08	少数股东损益	-2.93	-2.03	-2.63	-3.28
其他	551.43	1001.62	1177.39	归属母公司净利润	430.88	408.68	529.27	658.88
非流动负债	640.01	730.55	730.55	EBITDA	567.13	742.96	909.40	1080.39
长期借款	52.22	52.22	52.22	EPS (元)	0.76	0.72	0.94	1.17
其他	587.79	678.33	678.33					
负债合计	1473.59	2092.38	2327.12	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	21.78	19.75	17.12	营业收入	19.15%	53.93%	21.54%	21.18%
归属母公司股东权益	3121.75	3315.42	3844.69	营业利润	237.61%	7.43%	30.32%	22.95%
负债和股东权益	4617.12	5427.55	6188.93	归属母公司净利润	300.56%	-5.15%	29.51%	24.49%
				毛利率	58.71%	51.16%	52.01%	52.19%
现金流量表 (百万元) 2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	15.31%	9.44%	10.06%	10.33%
经营活动现金流	474.39	623.28	671.76	ROE	13.80%	12.33%	13.77%	14.63%
净利润	427.96	406.65	526.64	ROIC	11.11%	10.32%	11.79%	12.80%
折旧摊销	119.40	237.80	251.10	资产负债率	31.92%	38.55%	37.60%	36.67%
财务费用	17.69	0.00	0.00	净负债比率	46.88%	62.74%	60.26%	57.91%
投资损失	-42.06	0.00	0.00	流动比率	2.06	0.43	0.70	1.02
营运资金变动	-69.93	-35.43	-105.98	速动比率	1.48	-0.12	0.11	0.40
其它	21.33	14.25	0.00	总资产周转率	0.64	0.86	0.91	0.96
投资活动现金流	-133.68	-2186.82	-490.00	应收账款周转率	10.08	9.73	8.54	8.13
资本支出	-310.84	-2150.00	-480.00	应付帐款周转率	5.44	7.44	7.16	7.27
长期投资	173.00	-10.00	-10.00	每股收益	0.76	0.72	0.94	1.17
其他	4.16	-26.82	0.00	每股经营现金	0.84	1.10	1.19	1.38
筹资活动现金流	-283.50	-59.90	0.00	每股净资产	5.53	5.88	6.81	7.98
短期借款	-87.81	0.00	0.00	P/E	31.80	33.52	25.89	20.79
长期借款	-56.24	0.00	0.00	P/B	4.39	4.13	3.56	3.04
其他	-139.45	-59.90	0.00	EV/EBITDA	32.99	20.29	16.38	13.44
现金净增加额	62.00	-1612.91	181.76	PS	4.87	3.16	2.60	2.15

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn