

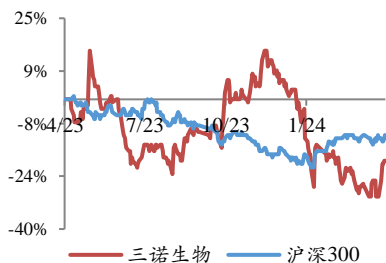
24Q1 拐点显现，主业稳定，CGM 国内外拓展可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-28

收盘价(元)	23.17
近12个月最高/最低(元)	33.28/19.19
总股本(百万股)	564
流通股本(百万股)	455
流通股比例(%)	80.66
总市值(亿元)	131
流通市值(亿元)	105

公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李婵

执业证书号：S0010523120002

邮箱：lichan@hazq.com

相关报告

1.三诺生物：专注血糖检测，CGM 走出第二增长曲线 2024-02-23

主要观点：

✓ 事件：

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年，公司实现收入 40.59 亿元 (yoy+2.69%)、归母净利润 2.84 亿元 (yoy-36.31%)、扣非归母净利润 2.93 亿元 (yoy-16.79%)。

2024 年一季度，公司实现收入 10.14 亿元 (yoy+14.92%)、归母净利润 0.81 亿元 (+35.51%)、扣非归母净利润 0.78 亿元 (yoy+21.48%)。

✓ 点评：

● 2023 年公司并表 Trividia，减值计提影响公司表观利润

2023 年 6 月，公司实现对心诺健康(主要资产为 100%控股 Trividia) 同一控制下的并表，公司也得以实现对 Trividia 控股 55%。2023 年，心诺健康实现收入约 10.65 亿元，净利润约-1.8 亿元。其中，公司为 Trividia 计提的商誉减值约为-7,134.68 万元，扣除心诺健康的利息费用支出，预计 Trividia 的经营亏损约在 900 万美元。2023 年下半年，Trividia 已经通过经营战略调整，增加测试试纸销量，以及精减人员等措施实现经营减亏，2023Q3 实现盈利，2023Q4 也接近实现盈利，2024Q1 也继续保持盈利状态，预计随着 Trividia 业务优化持续，2024 年全年维度经营利润有望转正。

● BGM 主业稳定，CGM 国内外拓展可期

从公司收入结构来看，2023 年公司主业血糖监测产品实现收入 28.72 亿元，同比增长 6.21%，若扣除 CGM 和心诺健康血糖监测收入后，预计公司 BGM 业务 2023 年收入同比增长超过 10%。从公司母公司收入来看，2023 年公司母公司收入约 23.26 亿元，同比增长约 10.06%。

公司是国内 BGM 业务优秀的国产品牌，公司始终占据着我国 50% 以上的血糖仪零售市场，血糖仪产品覆盖 3,500 家二级以上医院、超过 22 万家药店及健康服务终端、9,000 多家社区医院及乡镇医院，业务覆盖 20 多家主流电商平台，在中国有超过 50% 的糖尿病自我监测人群使用着三诺的产品。而且，据中国产业信息网的分析数据显示，2019 年我国糖尿病患者血糖仪渗透率仅在 25% 左右，远低于世界平均 60% 的水平，与欧美国家 90% 的血糖仪渗透率更是相距甚远，BGM 业务在国内仍有较广阔的成长空间，我们预计公司 BGM 业务在国内将会中长期内保持 10-15% 的复合增长。

CGM 产品是公司 2023 年 4 月推出的新一代血糖监测产品。随着 CGM 技术的不断迭代发展，临床应用也日益广泛，目前 CGM 已成为传统血糖监测的有效补充。全球 CGM 市场中主要为国外 Dexcom (德

康)、Abbott (雅培)、Medtronic (美敦力) 占据主导地位, 国内 CGM 产品获批时间较海外晚, 2021 年起开始显著加速。公司是国产 CGM 厂家中实力较为充足且持续深耕在血糖监测领域的行业领军企业, 预计在接下来的 5-10 年里, CGM 将做为公司第二增长曲线带领公司收入规模和利润规模进一步攀升。从短期来看, 2023 年全年 CGM 预计销售金额接近亿元, 但由于公司为 CGM 上市的研发、销售投入较大, 2023 年 CGM 业务仍呈现出亏损的状态; 预计 2024 年公司 CGM 销售额有望实现 3-5 亿元, 2025 年有望实现国内 CGM 市场份额第一的目标。

CGM 海外市场, 公司也在同步推进, 目前已经获批欧洲 CE 认证, 公司正在推进核心经销商/代理商的签约、西欧等国家的医保准入等工作。美国市场, 目前正推进成人组、儿童组的临床试验工作, 未来有望在 2025 年获得 FDA 批准, 届时公司将成为全球第三家在美国推出 CGM 产品的企业。

● 投资建议

我们增加对 2026 年业绩预测, 预计 2024-2026 年公司收入分别为 47.11 亿元、54.95 亿元和 63.84 亿元, 收入增速分别为 16.1%、16.7% 和 16.2%, 2024-2026 年归母净利润分别实现 4.50 亿元、5.76 亿元和 7.20 亿元, 增速分别为 58.3%、28.0% 和 24.9%, 2024-2026 年 EPS 预计分别为 0.80 元、1.02 元和 1.28 元, 对应 2024-2026 年的 PE 分别为 29x、23x 和 18x, 公司深耕血糖监测领域, BGM 业务稳定增长, CGM 国内初步开始放量, 即将实现盈利, 海外市场预计在 2025 年美国市场上市, 长期成长性高, 维持“买入”评级。

● 风险提示

CGM 销售不及预期风险。
海外子公司经营出现不可预期亏损风险。
市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4059	4711	5495	6384
收入同比 (%)	2.7%	16.1%	16.7%	16.2%
归属母公司净利润	284	450	576	720
净利润同比 (%)	-36.3%	58.3%	28.0%	24.9%
毛利率 (%)	54.1%	53.8%	54.2%	54.9%
ROE (%)	9.2%	14.9%	16.0%	16.7%
每股收益 (元)	0.51	0.80	1.02	1.28
P/E	59.53	29.04	22.68	18.16
P/B	5.57	4.32	3.63	3.02
EV/EBITDA	27.53	16.79	13.33	10.47

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2106	2753	3617	4674	营业收入	4059	4711	5495	6384
现金	786	1314	1973	2811	营业成本	1865	2175	2518	2879
应收账款	478	550	626	709	营业税金及附加	41	47	55	64
其他应收款	13	15	18	21	销售费用	1001	1178	1374	1596
预付账款	47	44	50	58	管理费用	418	353	412	479
存货	632	725	839	960	财务费用	49	34	22	9
其他流动资产	149	106	110	116	资产减值损失	-117	0	0	0
非流动资产	3821	3668	3520	3372	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	48	48	48	48	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	1693	1545	1397	1250	营业利润	275	570	730	911
无形资产	291	291	291	291	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	1789	1783	1783	1783	营业外支出	28	0	0	0
资产总计	5927	6421	7136	8046	利润总额	249	570	730	911
流动负债	1299	1407	1547	1736	所得税	53	120	153	191
短期借款	90	30	30	30	净利润	196	450	576	720
应付账款	287	332	385	432	少数股东损益	-89	0	0	0
其他流动负债	922	1045	1132	1274	归属母公司净利润	284	450	576	720
非流动负债	1157	1132	1132	1132	EBITDA	634	760	907	1076
长期借款	438	408	408	408	EPS (元)	0.51	0.80	1.02	1.28
其他非流动负债	719	724	724	724					
负债合计	2456	2540	2679	2868					
少数股东权益	392	855	855	855					
股本	564	564	564	564					
资本公积	1087	1087	1087	1087					
留存收益	1427	1375	1951	2671					
归属母公司股东权	3079	3026	3602	4322					
负债和股东权益	5927	6421	7136	8046					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	735	688	695	874	成长能力				
净利润	196	450	576	720	营业收入	2.7%	16.1%	16.7%	16.2%
折旧摊销	211	156	156	156	营业利润	-26.8%	107.2%	28.0%	24.9%
财务费用	60	30	28	28	归属于母公司净利	-36.3%	58.3%	28.0%	24.9%
投资损失	-1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	117	52	-65	-30	毛利率 (%)	54.1%	53.8%	54.2%	54.9%
其他经营现金流	231	398	642	750	净利率 (%)	7.0%	9.6%	10.5%	11.3%
投资活动现金流	-371	-8	-8	-8	ROE (%)	9.2%	14.9%	16.0%	16.7%
资本支出	-344	-8	-8	-8	ROIC (%)	7.3%	9.8%	10.9%	11.8%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-27	0	0	0	资产负债率 (%)	41.4%	39.6%	37.5%	35.7%
筹资活动现金流	-406	-145	-28	-28	净负债比率 (%)	70.8%	65.4%	60.1%	55.4%
短期借款	-106	-60	0	0	流动比率	1.62	1.96	2.34	2.69
长期借款	-82	-30	0	0	速动比率	1.03	1.38	1.73	2.08
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-202	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.76	0.81	0.84
其他筹资现金流	-17	-54	-28	-28	应收账款周转率	7.75	9.17	9.35	9.56
现金净增加额	-31	528	659	838	应付账款周转率	6.20	7.03	7.02	7.05

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师：李婵，医药行业研究员，主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。