

子公司并表致业绩波动，看好 CGM 产品放量

—2023 年年报及 2024 年一季报业绩点评

核心观点：

- **事件：**公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。2023 年实现营业收入 40.59 亿元 (+2.69%)，归母净利润 2.84 亿元 (-36.31%)，扣非净利润 2.93 亿元 (-16.81%)，经营性现金流 7.35 亿元 (+54.97%)。2023Q4 实现营业收入 10.23 亿元 (-7.06%)，归母净利润-3,363 万元 (-155.14%)，扣非净利润-4,658 万元 (-184.7%)。2024Q1 实现营业收入 10.14 亿元 (+14.92%，经调整)，归母净利润 0.81 亿元 (+35.51%，经调整)，扣非净利润 0.78 亿元 (+21.48%，经调整)，经营性现金流-0.32 亿元 (-168.63%，经调整)。
- **心诺健康并表影响 2023 年利润，2024Q1 利润端实现较好增长。**2023 年公司营收微增，净利润同比明显下降，一方面是公司对于核心产品 CGM 的研发和市场投入加大，另一方面，美国子公司 Trividia 受到美国扩大 CGM 医保覆盖范围对 BGM 业务的冲击，产生一定经营亏损和商誉减值。2023 年控股子公司心诺健康实现营收 10.66 亿元，增加公司账面商誉 7.12 亿元，对公司净利润造成 1.80 亿元的负面影响。分产品来看，公司 2023 年各业务板块实现收入：血糖监测系统 28.73 亿元 (+6.21%)，毛利率 59.72% (-1.06pct)；糖尿病营养、护理等辅助产品 2.79 亿元 (+0.37%)；血脂检测系统 2.57 亿元 (+20.14%)，糖化血红蛋白检测系统 1.96 亿元 (+15.32%)，iPOCT 监测系统 1.70 亿元 (+6.35%)，经营品 1.17 亿元 (-53.98%)，血压计 1.11 亿元 (+4.94%)。2024Q1 公司净利润同比实现 35.51% 的较好增长，预计主要受到 BGM 等传统业务逐步恢复、海外子公司经营改善等带动，2024Q1 公司销售费用率及管理费用率分别为 24.66% (+0.25pct) / 6.49% (-1.25pct)。
- **CGM 产品国内外或将快速放量，第二曲线兑现确定性趋强。**公司 CGM 产品于 2023 年 4 月在国内上市，2023 年或已实现过亿元销售额，考虑到公司产品渠道布局愈发完善、终端认可度提升、产能储备逐步丰厚，预计 2024 年国内 CGM 销售额有望进一步攀升至 3-5 亿元。基于公司 CGM 产品在国内已形成较高认可度，且较海外品牌具显著性价比优势，预计未来在海外注册获批后可借助海外子公司渠道实现快速放量，驱动公司核心业务保持高速增长。
- **海外子公司经营持续改善，协同发展促成全球头部血糖仪企业。**在“One Sinocare 同一个三诺”战略下，公司东南亚、南亚、美国等子公司协同互补，实现产品在海外 100 多个国家的销售，在全球 85 个国家/地区完成产品注册，业务遍布 135 个国家/地区。目前公司已实现东南亚、南亚六个子公司资源整合，美国子公司 PTS 和 Trividia 积极探索欧美市场，并通过招投标等方式拓展其在墨西哥、非洲等地业务。基于公司与各海外子公司的显著全球协同发展成果，目前公司已成为全球第四大血糖仪企业，不仅占据我国 50% 以上血糖仪零售市场，且在全球拥有超 2,500 万用户。随着公司海外主要子公司经营状况逐步改善，未来有望陆续为公司贡献更多业绩增量。
- **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 2024-2026 年归母净利润为 4.44/5.61/7.03 亿元，同比增长 55.98%/26.41%/25.40%，EPS 分别为 0.79/0.99/1.25 元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 29/23/19 倍，维持“推荐”评级。

三诺生物 (300298)

推荐 (维持)

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

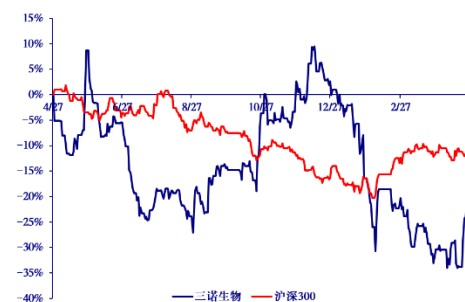
研究助理: 孟熙

市场数据

2024-04-26

A 股收盘价(元)	23.17
A 股一年内最高价(元)	33.28
A 股一年内最低价(元)	19.19
沪深 300	3584.27
市盈率	43.92
总股本(万股)	56426.54
实际流通 A 股(万股)	45516.22
限售的流通 A 股(万股)	10910.32
流通 A 股市值(亿元)	105.46

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银河医药】公司点评-三诺生物 (300298): 全球化布局渐趋完善, CGM 打开成长空间 20230902

- **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、核心产品海外注册获批进展不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、关键技术迭代超预期的风险。

表1：主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4058.79	4631.30	5276.73	5996.64
收入增长率%	2.69	14.11	13.94	13.64
归母净利润(百万元)	284.40	443.60	560.77	703.20
利润增速%	-36.31	55.98	26.41	25.40
毛利率%	54.06	56.43	56.44	56.71
摊薄 EPS(元)	0.50	0.79	0.99	1.25
PE	45.97	29.47	23.31	18.59
PB	4.25	3.75	3.23	2.75
PS	3.22	2.82	2.48	2.18

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2106.34	2530.78	3201.42	4047.52	营业收入	4058.79	4631.30	5276.73	5996.64
现金	786.04	1051.93	1460.51	2007.93	营业成本	1864.68	2017.94	2298.64	2596.01
应收账款	478.22	607.86	727.20	867.73	营业税金及附加	40.61	46.31	52.77	59.97
其它应收款	13.09	12.86	14.66	16.66	营业费用	1001.48	1128.85	1270.34	1409.21
预付账款	47.08	84.58	96.16	108.38	管理费用	418.26	470.31	527.94	581.67
存货	632.45	644.62	766.21	901.39	财务费用	49.09	0.00	0.00	0.00
其他	149.47	128.92	136.68	145.42	资产减值损失	-116.75	-100.00	-65.00	-16.75
非流动资产	3820.63	3904.23	3948.31	3969.83	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	47.80	57.80	67.80	61.05	投资净收益	0.73	0.00	0.00	0.00
固定资产	1692.97	1924.58	2061.99	2123.85	营业利润	275.01	551.74	688.86	853.30
无形资产	291.06	255.60	218.13	178.67	营业外收入	1.21	0.00	0.00	0.00
其他	1788.80	1666.25	1600.38	1606.26	营业外支出	27.66	0.00	0.00	0.00
资产总计	5926.97	6435.01	7149.73	8017.35	利润总额	248.56	551.74	688.86	853.30
流动负债	1299.12	1410.58	1567.32	1735.24	所得税	52.72	110.35	130.88	153.59
短期借款	89.88	89.88	89.88	89.88	净利润	195.84	441.39	557.98	699.70
应付账款	286.83	305.21	344.19	384.83	少数股东损益	-88.55	-2.21	-2.79	-3.50
其他	922.41	1015.49	1133.25	1260.53	归属母公司净利润	284.40	443.60	560.77	703.20
非流动负债	1157.13	1152.12	1152.12	1152.12	EBITDA	633.72	807.76	964.78	1146.02
长期借款	438.20	438.20	438.20	438.20	EPS (元)	0.50	0.79	0.99	1.25
其他	718.93	713.92	713.92	713.92					
负债合计	2456.25	2562.71	2719.44	2887.37	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	392.07	389.86	387.08	383.58	营业收入	2.69%	14.11%	13.94%	13.64%
归属母公司股东权益	3078.65	3482.44	4043.21	4746.41	营业利润	-26.81%	100.62%	24.85%	23.87%
负债和股东权益	5926.97	6435.01	7149.73	8017.35	归属母公司净利润	-36.31%	55.98%	26.41%	25.40%
					毛利率	54.06%	56.43%	56.44%	56.71%
					净利率	7.01%	9.58%	10.63%	11.73%
现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE	9.24%	12.74%	13.87%	14.82%
经营活动现金流	735.15	753.35	793.58	878.42	ROIC	7.32%	8.92%	10.14%	11.28%
净利润	195.84	441.39	557.98	699.70	资产负债率	41.44%	39.82%	38.04%	36.01%
折旧摊销	211.25	256.02	275.92	292.72	净负债比率	8.41%	0.59%	-8.70%	-18.19%
财务费用	60.25	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.62	1.79	2.04	2.33
投资损失	-0.73	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.03	1.24	1.46	1.72
营运资金变动	116.88	-44.13	-105.32	-130.76	总资产周转率	0.67	0.75	0.78	0.79
其它	151.66	100.06	65.00	16.75	应收帐款周转率	7.75	8.53	7.90	7.52
投资活动现金流	-370.89	-445.08	-385.00	-331.00	应付帐款周转率	6.20	6.82	7.08	7.12
资本支出	-343.53	-435.00	-375.00	-321.00	每股收益	0.50	0.79	0.99	1.25
长期投资	0.00	-10.00	-10.00	-10.00	每股经营现金	1.30	1.34	1.41	1.56
其他	-27.36	-0.08	0.00	0.00	每股净资产	5.46	6.17	7.17	8.41
筹资活动现金流	-406.21	-35.10	0.00	0.00	P/E	45.97	29.47	23.31	18.59
短期借款	-105.56	0.00	0.00	0.00	P/B	4.25	3.75	3.23	2.75
长期借款	-82.05	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	27.53	16.21	13.15	10.59
其他	-218.60	-35.10	0.00	0.00	P/S	3.22	2.82	2.48	2.18
现金净增加额	-30.85	265.90	408.58	547.42					

资料来源：公司数据，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，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+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。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

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

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn