



# 研发投入加大, CGM 加快拓展全球市场

## 投资要点

- **事件:** 公司2023年收入40.6亿元(+2.7%), 归母净利润为2.8亿元(-36.3%), 扣非归母净利润为2.9亿元(-16.8%)。2024年一季度收入实现10.1亿元(+14.9%), 归母净利润为0.8亿元(+35.5%), 扣非归母净利润为0.8亿元(+21.5%)。
- **CGM 快速增长, 海外注册证加速推进。** 2023年CGM实现过亿元销售收入, 公司CGM产品的好评率不断提升。海外市场方面, 9月29日, CGM获得欧洲CE认证。在美国也在积极推进注册临床工作。公司CGMS产品“三诺爱看”持续葡萄糖监测系统在中国、印尼、欧盟MDR、英国、泰国、摩洛哥、意大利7个地区获批注册证。公司自主研发第三代直接电子转移技术, 具有低电位、不依赖氧气、干扰物少、稳定性好和准确性高等优点, i3MARD值为8.71%, h3的MARD值达到7.45%。产性能得到有效验证, 未来将凭借产品力逐步提升国内市占率, 拓展全球市场。
- **BGM 稳定增长, 持续开拓市场提升市占率。** 2023年母公司实现收入23.3亿元(+10.1%), 主要系BGM在国内持续开拓市场, 实现稳步增长。截至2023年年末, 公司产品覆盖3500家二级以上医院。积极开拓线上线下品牌推广活动。拥有超过2200万用户, 通过与超4000家经销商、近600家连锁药房展开合作, 并积极发展线上电商业务, 目前公司线上业务覆盖超20家主流电商平台, 为超22万家药店提供相关产品和服务, 占据零售市场近50%的市场份额。
- **THI 短期亏损拖累业绩, 后续有望逐步恢复。** 2023年美国地区收入实现收入14.2亿元(-1.4%)。主要受到THI和PTS两家子公司影响, THI前三季度亏损770万美金, 主要系CMS在今年将CGM的二型糖尿病患者纳入覆盖范围, 导致部分糖尿病患者从BGM转移至CGM, 同时受到美国通胀影响, 经销商缩短库存周期, 以及THI自身由于人员调整导致费用的支出增长。随着THI公司治理改善, THI有望在2024年实现扭亏, 并且THI在海外拥有糖尿病检测的渠道布局, 未来将有助于CGM海外市场销售。
- **研发投入加大, 毛利率有望进一步提升。** 公司2023年整体毛利率为54.1%, 2024年一季度毛利率下降至50.7%。主要系CGM目前正在处在良率和产能爬升期, 同时受到THI并表影响。随着CGM产能逐步提升, 以及后续自动化产能的投产, 未来将进一步提升毛利率水平。2024年一季度研发费用率为9.4%, 主要系公司持续投入CGM等产品研发。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年归母净利润分别为4.3亿元、5.1亿元、6.8亿元, 对应PE分别为32倍、27倍和20倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** CGM放量不及预期、海外研发进展不及预期、THI扭亏或不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4058.79	4850.25	5708.74	6690.65
增长率	44.26%	19.50%	17.70%	17.20%
归属母公司净利润(百万元)	284.40	433.24	505.10	677.78
增长率	-36.31%	52.34%	16.59%	34.19%
每股收益EPS(元)	0.50	0.77	0.90	1.20
净资产收益率ROE	5.64%	12.12%	12.65%	14.83%
PE	49	32	27	20
PB	4.48	4.33	3.83	3.30

数据来源: Wind, 西南证券

## 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯  
执业证号: S1250522100004  
电话: 021-68416017  
邮箱: rw@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)	5.64
流通A股(亿股)	4.55
52周内股价区间(元)	19.85-32.94
总市值(亿元)	136.44
总资产(亿元)	58.20
每股净资产(元)	5.29

## 相关研究

1. 三诺生物(300298): CGM高速增长, 海外业绩逐步恢复 (2023-10-26)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：考虑到国内指间血糖仪市场稳步增长，糖尿病患病率不断提升，患者知晓率逐步增长，公司进一步开辟院内市场，巩固强化院外市场的龙头地位，预计血糖测试仪国内市场部分 2024-2026 年销量分别为 15%、14%和 13%。国外市场部分，公司 2023 年进一步并购海外子公司 THI，预计以美国为主的海外市场将保持平稳增长，海外血糖测试仪在 2024-2026 年销量增速分别为 5%、5%和 4%。国内国外血糖测试仪整体销量分别为 12%、12%和 12%。

假设 2：考虑到国际市场，假设公司 CGM 销量在 2024-2026 年分别为 300 万、600 万、1000 万片，考虑到竞争对手逐步增加，公司产品成本随着全自动生产线投产进一步降低，因此价格考虑一定幅度的下降，假设单价在 2024-2026 年分别为 150 元/片、140 元/片、130 元/片。

假设 3：血脂检测系统预计 2024-2026 年销量增速分别为 5%、5%和 5%。糖化血红蛋白检测系统预计 2024-2026 年销量增速分别为 10%、10%和 10%。

**表 1：公司主营业务拆分**

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入	40.6	48.5	57.1	66.9
	yoy	44.3%	19.5%	17.7%	17.2%
	营业成本	18.7	22.0	24.8	27.7
	毛利率	54.1%	54.6%	56.6%	58.6%
血糖测试仪	收入	28.7	32.2	36.0	40.4
	yoy	43.9%	12.0%	12.0%	12.0%
	成本	11.6	12.9	14.1	15.7
	毛利率	59.7%	60.0%	61.0%	61.0%
	净利润	3.9	4.6	5.1	5.7
	净利润率	15.0%	15.8%	15.8%	15.8%
血脂检测系统	收入	2.6	2.7	2.8	3.0
	yoy	15.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	1.3	1.3	1.4	1.5
	毛利率	49.7%	50.0%	51.0%	51.0%
糖化血红蛋白检测系统	收入	2.0	2.2	2.4	2.6
	yoy	30.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	0.9	1.0	1.2	1.3
	毛利率	46.9%	47.0%	49.0%	49.0%
其他	收入	6.5	7.0	7.5	8.0
	yoy	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
	成本	4.5	4.9	5.2	5.6
	毛利率	31.7%	30.0%	30.0%	30.0%
CGM	收入	0.8	4.5	8.4	13.0

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
	yoy		462.5%	86.7%	54.8%
	成本	0.4	1.9	2.9	3.6
	毛利率	50.0%	58.0%	65.0%	72.0%

数据来源：wind，西南证券

选取家用医疗器械行业可比公司三家，分别是鱼跃医疗、怡和嘉业、可孚医疗，三家公司 2024-2026 年 PE 平均值分别为 18 倍、15 倍和 13 倍。考虑到三诺生物 CGM 具有较高的成长性，建议保持关注。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
002223.SZ	鱼跃医疗	387.9	38.7	2.4	2.2	2.6	3.0	16.2	17.3	14.9	12.9
301367.SZ	怡和嘉业	57.0	89.1	4.7	6.0	7.4	7.8	19.2	14.8	12.0	11.5
301087.SZ	可孚医疗	78.9	37.7	1.2	1.7	2.2	2.8	30.9	22.6	17.1	13.3
平均值								22.1	18.2	14.6	12.5
300298.SZ	三诺生物	138.0	24.5	0.5	0.8	0.9	1.2	48.5	31.8	27.3	20.4

数据来源：wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4058.79	4850.25	5708.74	6690.65	净利润	195.84	433.24	505.10	677.78
营业成本	1864.68	2202.01	2477.59	2769.93	折旧与摊销	196.52	188.55	192.68	195.02
营业税金及附加	40.61	50.55	59.15	69.06	财务费用	49.09	2.43	2.85	3.35
销售费用	1001.48	1115.56	1427.19	1739.57	资产减值损失	-116.75	0.00	0.00	0.00
管理费用	418.26	485.02	627.96	735.97	经营营运资本变动	-81.24	-486.23	-162.58	-178.08
研发费用	235.56	412.27	468.12	535.25	其他	491.68	156.94	66.04	65.01
财务费用	49.09	2.43	2.85	3.35	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>735.15</b>	<b>294.94</b>	<b>604.10</b>	<b>763.08</b>
资产减值损失	-116.75	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1258.85	-40.00	-40.00	-40.00
投资收益	0.73	-60.00	-30.00	-10.00	其他	887.96	-60.00	-30.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-370.89</b>	<b>-100.00</b>	<b>-70.00</b>	<b>-50.00</b>
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	52.78	10.12	100.00	100.00
<b>营业利润</b>	<b>275.01</b>	<b>522.41</b>	<b>615.88</b>	<b>827.52</b>	长期借款	385.99	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-26.45	-18.64	-21.64	-20.64	股权融资	-162.14	8.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>248.56</b>	<b>503.77</b>	<b>594.24</b>	<b>806.88</b>	支付股利	-111.45	-56.88	-86.65	-101.02
所得税	52.72	70.53	89.14	129.10	其他	-571.39	-377.16	-2.85	-3.35
净利润	195.84	433.24	505.10	677.78	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-406.21</b>	<b>-415.92</b>	<b>10.50</b>	<b>-4.37</b>
少数股东损益	-88.55	0.00	0.00	0.00	<b>现金流量净额</b>	<b>-30.85</b>	<b>-220.98</b>	<b>544.59</b>	<b>708.72</b>
归属母公司股东净利润	284.40	433.24	505.10	677.78					
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	786.04	565.05	1109.65	1818.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	538.38	640.81	760.54	884.29	销售收入增长率	44.26%	19.50%	17.70%	17.20%
存货	632.45	740.47	838.33	936.35	营业利润增长率	-41.51%	89.96%	17.89%	34.36%
其他流动资产	149.47	86.75	96.80	108.29	净利润增长率	-54.24%	121.22%	16.59%	34.19%
长期股权投资	47.80	47.80	47.80	47.80	EBITDA 增长率	-12.18%	37.03%	13.74%	26.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1800.40	1720.80	1637.08	1551.01	毛利率	54.06%	54.60%	56.60%	58.60%
无形资产和开发支出	1411.24	1344.36	1277.48	1210.60	三费率	36.19%	33.05%	36.05%	37.05%
其他非流动资产	561.19	559.11	557.04	554.96	净利率	4.83%	8.93%	8.85%	10.13%
<b>资产总计</b>	<b>5926.97</b>	<b>5705.16</b>	<b>6324.71</b>	<b>7111.67</b>	ROE	5.64%	12.12%	12.65%	14.83%
短期借款	89.88	100.00	200.00	300.00	ROA	3.30%	7.59%	7.99%	9.53%
应付和预收款项	543.51	713.46	794.69	883.83	ROIC	9.05%	12.23%	13.54%	17.68%
长期借款	438.20	438.20	438.20	438.20	EBITDA/销售收入	12.83%	14.71%	14.21%	15.33%
其他负债	1384.66	877.58	897.43	918.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2456.25</b>	<b>2129.23</b>	<b>2330.33</b>	<b>2540.53</b>	总资产周转率	0.77	0.83	0.95	1.00
股本	564.27	564.27	564.27	564.27	固定资产周转率	2.80	2.87	3.44	4.23
资本公积	1087.03	1095.03	1095.03	1095.03	应收账款周转率	6.59	6.29	6.12	6.12
留存收益	1350.98	1727.34	2145.79	2722.55	存货周转率	3.50	3.19	3.12	3.11
归属母公司股东权益	3078.65	3183.86	3602.31	4179.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.54%	—	—	—
少数股东权益	392.07	392.07	392.07	392.07	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3470.72</b>	<b>3575.93</b>	<b>3994.38</b>	<b>4571.14</b>	资产负债率	41.44%	37.32%	36.84%	35.72%
负债和股东权益合计	5926.97	5705.16	6324.71	7111.67	带息债务/总负债	39.18%	45.68%	46.03%	46.16%
					流动比率	1.62	2.09	2.39	2.71
					速动比率	1.13	1.33	1.68	2.03
					股利支付率	39.19%	13.13%	17.15%	14.90%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	520.62	713.39	811.41	1025.89	每股收益	0.50	0.77	0.90	1.20
PE	48.51	31.84	27.31	20.36	每股净资产	5.46	5.64	6.38	7.41
PB	4.48	4.33	3.83	3.30	每股经营现金	1.30	0.52	1.07	1.35
PS	3.40	2.84	2.42	2.06	每股股利	0.20	0.10	0.15	0.18
EV/EBITDA	25.93	19.11	16.25	12.26					
股息率	0.81%	0.41%	0.63%	0.73%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn



---

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---