

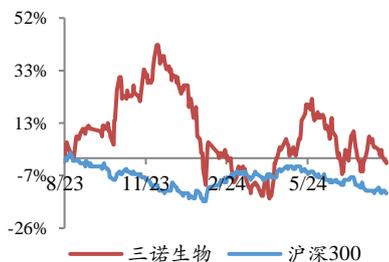
2024H1 血糖业务毛利率持续提升，盈利能力增强

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-29

收盘价(元)	24.62
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(%)	80.70
总市值(亿元)	128
流通市值(亿元)	103

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.【华安医药】公司点评：三诺生物(300298.SZ)：24Q1 拐点显现，BGM 主业稳定，CGM 国内外拓展可期
2024-04-28

2.三诺生物：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 2024 半年度报告，2024 年上半年公司实现收入 21.33 亿元，同比+6%；归母净利润 1.97 亿元，同比+13%；实现扣非归母净利润 1.78 亿元，同比-10%。

其中 2024Q2 公司实现收入 11.19 亿元，同比-0.5%；归母净利润 1.17 亿元，同比+1%；实现扣非归母净利润 1.01 亿元，同比-25%。

✓ 点评：

● 2024H1 公司血糖监测业务平稳增长，销售毛利率提升明显

2024 年上半年，公司血糖监测系统业务实现收入约 15.52 亿元，同比增长约 12.73%，销售毛利率达到 61.32%，较 2023 年同期提升 5.16 个百分点，较 2023 年全年血糖监测系统毛利率也提升了 1.6 个百分点。我们认为公司销售毛利率提升的主要原因包括：（1）母公司为经营主体下的 BGM 业务，我们预计该板块 2024 年上半年收入端增长超过 5%，同时公司加强生产优化，降低成本，同时提高销售的仪器试剂比，BGM 销售毛利率提升；（2）母公司为经营主体下的 CGM 业务，进展顺利，较 2023 年 4 月份刚上市时的生产规模、生产成本均有优化，CGM 的销售毛利率提升；（3）公司海外子公司 Trividia 经营的 BGM 业务，在 2024 年上半年也实现经营改善，毛利率有所提升。

从公司核心经营主体来看，2024 年上半年公司延续了稳健的特点，且海外子公司 Trividia 改善明显。（1）母公司：2024 年上半年实现收入 12.76 亿元，同比增长 16.75%，实现扣非归母净利润 1.78 亿元，同比下降 10.38%。母公司利润端同比下降，我们预计与公司扩大 CGM 业务市场拓展有关，目前 CGM 还处于亏损状态，公司当前则优先致力于 CGM 消费人群心智的获取和市场份额的提升。（2）心诺健康：公司控股比例 55%，核心资产为美国子公司 Trividia。2024 年上半年，心诺健康实现收入约 5.43 亿元，实现净利润约 0.22 亿元。（3）三诺健康：公司控股比例 100%，旗下业务主要包括 PTS、血压计、糖尿病服务等业务。2024 年上半年实现收入约 3.68 亿元，实现净利润约 0.04 亿元。

展望未来，我们预计公司血糖监测业务的毛利率仍有提升空间，提升动力主要来自 CGM 业务的改善，目前公司 CGM 业务在整体的血糖监测系统中占比较低，我们预计在 6% 左右，而 CGM 产品目前的销售毛利率还低于公司整体的血糖监测业务毛利率，预计未来随着 CGM 海外收入快速增长（海外相对高定价、高毛利率）、公司自动化产线利用率提升以及国内市场持续放量，CGM 毛利率改善空间更大，对公司整体血糖监测业务盈利提升的促进作用也更大。

● 持续加强研发，CGM 海外拓展可期

公司 2024 年上半年研发费用约 1.71 亿元，同比+6.14%，占公司总营收的 8.02%。截至报告期末，研发人员共 847 人，占公司总人员的 17.88%，公司在全球拥有 7 大研发中心、8 大生产基地，同时公司全球研发中心项目也在有序建设中，有效地保障了公司产品升级和新产品的开发储备力度。

血糖监测产品方面，公司 CGMS 产品“三诺爱看”在全球多个国家获得注册证，新一代 CGM 国内注册申报获得受理，预计 2025 年一季度获批，公司在美国 CGM 临床进展也较为顺利，成人组和儿童组均进组顺利，预计 2025 年中或第三季度实现获批上市。公司在欧洲市场也正在推进公司 CGM 产品和经销商的签约工作，未来会进军西欧区域国家的医保市场。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 43.82 亿元、49.97 亿元和 56.32 亿元（前值为 47.11 亿元、54.95 亿元和 63.84 亿元），收入增速分别为 8.0%、14.0%和 12.7%，2024-2026 年归母净利润分别实现 4.19 亿元、5.47 亿元和 6.82 亿元（前值为 4.50 亿元、5.76 亿元和 7.20 亿元），增速分别为 47.3%、30.5%和 24.8%，2024-2026 年 EPS 预计分别为 0.74 元、0.97 元和 1.21 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 30x、23x 和 19x，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，海外市场预计在 2025 年美国市场上市，成长天花板高、潜力大，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4059	4382	4997	5632
收入同比 (%)	2.7%	8.0%	14.0%	12.7%
归属母公司净利润	284	419	547	682
净利润同比 (%)	-36.3%	47.3%	30.5%	24.8%
毛利率 (%)	54.1%	55.4%	55.8%	56.5%
ROE (%)	9.2%	14.0%	15.4%	16.1%
每股收益 (元)	0.51	0.74	0.97	1.21
P/E	59.53	30.46	23.34	18.71
P/B	5.57	4.26	3.60	3.02
EV/EBITDA	27.53	17.31	13.59	10.71

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	2612	3403	4359	营业收入	4059	4382	4997	5632
现金	786	1292	1930	2738	营业成本	1865	1955	2209	2450
应收账款	478	511	569	626	营业税金及附加	41	44	50	56
其他应收款	13	14	16	18	销售费用	1001	1139	1299	1464
预付账款	47	39	44	49	管理费用	418	416	450	479
存货	632	652	736	817	财务费用	49	34	22	10
其他流动资产	149	104	107	111	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	530	692	863
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	6279	6923	7731	利润总额	249	530	692	863
流动负债	1299	1297	1394	1521	所得税	53	111	145	181
短期借款	90	30	30	30	净利润	196	419	547	682
应付账款	287	299	338	368	少数股东损益	-89	0	0	0
其他流动负债	922	969	1027	1124	归属母公司净利润	284	419	547	682
非流动负债	1157	1132	1132	1132	EBITDA	634	720	870	1028
长期借款	438	408	408	408	EPS (元)	0.51	0.74	0.97	1.21
其他非流动负债	719	724	724	724					
负债合计	2456	2430	2526	2653					
少数股东权益	392	855	855	855	主要财务比率				
股本	564	564	564	564	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1087	1087	1087	1087	成长能力				
留存收益	1427	1344	1890	2572	营业收入	2.7%	8.0%	14.0%	12.7%
归属母公司股东权	3079	2995	3541	4223	营业利润	-26.8%	92.8%	30.5%	24.8%
负债和股东权益	5927	6279	6923	7731	归属于母公司净利	-36.3%	47.3%	30.5%	24.8%
					获利能力				
					毛利率 (%)	54.1%	55.4%	55.8%	56.5%
					净利率 (%)	7.0%	9.6%	10.9%	12.1%
					ROE (%)	9.2%	14.0%	15.4%	16.1%
					ROIC (%)	7.3%	9.2%	10.5%	11.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	41.4%	38.7%	36.5%	34.3%
					净负债比率 (%)	70.8%	63.1%	57.5%	52.3%
					流动比率	1.62	2.01	2.44	2.87
					速动比率	1.03	1.44	1.85	2.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.72	0.76	0.77
					应收账款周转率	7.75	8.86	9.25	9.43
					应付账款周转率	6.20	6.68	6.94	6.95
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.51	0.74	0.97	1.21
					每股经营现金流(薄)	1.30	1.18	1.19	1.50
					每股净资产	5.46	5.31	6.28	7.48
					估值比率				
					P/E	59.53	30.46	23.34	18.71
					P/B	5.57	4.26	3.60	3.02
					EV/EBITDA	27.53	17.31	13.59	10.71

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。