



买入（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：24.77

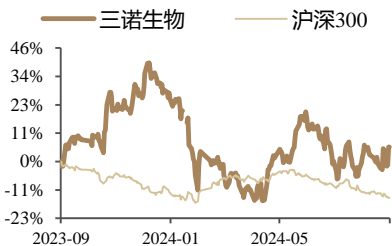
证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|-------|--------|
| 绝对涨幅(%) | 6.45 | 5.63 | -10.10 |
| 相对涨幅(%) | 9.01 | 10.68 | -0.72 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《——三诺生物 23 年三季报点评-三诺生物 (300298.SZ)：明年 CGM 国内+欧洲有望同步放量，掘金百亿美金市场潜力可期》，2023.11.3
- 《——三诺生物 23 年中报点评-三诺生物 (300298.SZ)：BGM 稳健放量，CGM 上市掘金百亿市场》，2023.9.6

三诺生物 24 中报点评：主业稳定增长，看好 CGM 持续放量

投资要点

- 事件：**1. 24H1，公司实现营业收入 21.33 亿元 (+6.26%，同比，下同)，实现归母净利润 1.97 亿元 (+12.61%)，实现扣非归母净利润 1.78 亿元 (-10.38%)；
2. 24Q2 营业收入 11.19 亿元 (-0.53%)，归母净利润 1.17 亿元 (+0.78%)，扣非归母净利润 1.01 亿元 (-25.42%)。

核心血糖监测稳步增长，海外子公司显著改善。24H1，公司保持以血糖监测产品为核心的慢性病快速检测业务的第一曲线持续稳定增长，血糖监测系统实现收入 15.52 亿元 (+12.74%)，iPOCT 系统实现收入 8800 万元 (+5.89%)，血脂检测系统实现收入 1.22 亿元 (-20.86%)，糖化血红蛋白检测实现收入 1.20 亿元 (+37.67%)，血压计实现收入 6168 万元 (+2.2%)，经营品实现收入 3794 万元 (-52.72%)，糖尿病营养等实现收入 1.34 亿元 (+0.02%)。此外，随着公司协同效应成果显现，Trividia 经营持续改善，在美国 BGM 整体略下滑的大背景下，营业收入实现稳定增长，实现归属于母公司的净利润 3,122 万元，较上年同期增长 155.25%；PTS 主营业务也保持稳定，实现归属于母公司的净利润 927 万元。

CGM 业务国内持续放量，海外取证稳步推进。自 23 年公司 CGM 产品上市以来，凭借其具有低电位、不依赖氧气、干扰物少、稳定性好和准确性高（个人版/家庭版 MARD 值为 8.71%，医院版 MARD 值达到 7.45%），国内市场市场放量迅速。截至 2024 年 7 月，公司 CGM 产品“三诺爱看”持续葡萄糖监测系统已经陆续在中国、印尼、欧盟 MDR、英国、泰国、马来西亚、菲律宾、印度、孟加拉国、摩洛哥、哥伦比亚、委内瑞拉、危地马拉、土耳其和约旦等多个国家和地区获批注册证。我们认为，随着公司欧洲各大国家经销商、市场准入等逐步落地，欧洲市场有望迅速放量；此外，同时，美国 FDA 的注册临床试验也在有序推进中，公司将根据 CGMS 产品的时间安排推动产品注册工作，尽快加速产品在海外上市。除此之外，公司二代 CGM 于 2024 年 4 月收到了国家药品监督管理局下发的《受理通知书》，相较于一代产品，公司持续葡萄糖监测系统二代产品采用一体式植入，无需组装，用户佩戴更简单；优化产品尺寸，未来有望不断优化、扩充公司 CGM 产品群，持续贡献业绩。

盈利预测与投资评级：根据上半年经营情况，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 4.34/5.31/6.43 亿元，当前市值对应 PE 为 32/26/22 倍，维持“买入”评级

风险提示：新品研发进展不及预期，海外获证不及预期，市场竞争加剧等。

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股): | 564.27 |
| 流通 A 股(百万股): | 455.35 |
| 52 周内股价区间(元): | 19.70-32.70 |
| 总市值(百万元): | 13,976.85 |
| 总资产(百万元): | 5,876.34 |
| 每股净资产(元): | 5.57 |

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,952 | 4,059 | 4,571 | 5,140 | 5,839 |
| (+/-)YOY(%) | 67.4% | 2.7% | 12.6% | 12.4% | 13.6% |
| 净利润(百万元) | 447 | 284 | 434 | 531 | 643 |
| (+/-)YOY(%) | 315.1% | -36.3% | 52.5% | 22.5% | 21.1% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.79 | 0.50 | 0.77 | 0.94 | 1.14 |
| 毛利率(%) | 52.9% | 54.1% | 55.9% | 56.3% | 56.6% |
| 净资产收益率(%) | 14.3% | 9.2% | 12.5% | 13.3% | 13.9% |

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.51 | 0.77 | 0.94 | 1.14 |
| 每股净资产 | 5.46 | 6.13 | 7.08 | 8.22 |
| 每股经营现金流 | 1.30 | 1.34 | 1.17 | 1.84 |
| 每股股利 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 59.53 | 32.22 | 26.31 | 21.73 |
| P/B | 5.57 | 4.04 | 3.50 | 3.01 |
| P/S | 3.44 | 3.05 | 2.71 | 2.38 |
| EV/EBITDA | 27.53 | 17.76 | 15.29 | 12.40 |
| 股息率% | 0.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 54.1% | 55.9% | 56.3% | 56.6% |
| 净利润率 | 4.8% | 9.5% | 10.3% | 11.0% |
| 净资产收益率 | 9.2% | 12.5% | 13.3% | 13.9% |
| 资产回报率 | 4.8% | 6.7% | 7.6% | 8.2% |
| 投资回报率 | 7.3% | 9.1% | 9.5% | 10.2% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 2.7% | 12.6% | 12.4% | 13.6% |
| EBIT 增长率 | -2.6% | 36.8% | 15.3% | 20.1% |
| 净利润增长率 | -36.3% | 52.5% | 22.5% | 21.1% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 41.4% | 40.2% | 37.5% | 36.1% |
| 流动比率 | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 2.3 |
| 速动比率 | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 1.6 |
| 现金比率 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.3 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 46.4 | 31.0 | 28.0 | 25.0 |
| 存货周转天数 | 125.3 | 130.0 | 130.0 | 130.0 |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 固定资产周转率 | 2.4 | 2.6 | 2.9 | 3.2 |

| 现金流量表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 284 | 434 | 531 | 643 |
| 少数股东损益 | -89 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 341 | 227 | 216 | 228 |
| 非经营收益 | 81 | 27 | 26 | 26 |
| 营运资金变动 | 117 | 69 | -112 | 140 |
| 经营活动现金流 | 735 | 757 | 661 | 1,037 |
| 资产 | -344 | -207 | -207 | -207 |
| 投资 | 0 | -50 | -50 | -50 |
| 其他 | -27 | -5 | -5 | -5 |
| 投资活动现金流 | -371 | -262 | -262 | -262 |
| 债权募资 | -403 | -15 | -15 | -15 |
| 股权募资 | 18 | -51 | 0 | 0 |
| 其他 | -21 | -33 | -32 | -32 |
| 融资活动现金流 | -406 | -98 | -47 | -47 |
| 现金净流量 | -31 | 397 | 353 | 729 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 5 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 4,059 | 4,571 | 5,140 | 5,839 |
| 营业成本 | 1,865 | 2,014 | 2,248 | 2,534 |
| 毛利率% | 54.1% | 55.9% | 56.3% | 56.6% |
| 营业税金及附加 | 41 | 50 | 57 | 64 |
| 营业税金率% | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.1% |
| 营业费用 | 1,001 | 1,188 | 1,336 | 1,460 |
| 营业费用率% | 24.7% | 26.0% | 26.0% | 25.0% |
| 管理费用 | 418 | 457 | 514 | 566 |
| 管理费用率% | 10.3% | 10.0% | 10.0% | 9.7% |
| 研发费用 | 356 | 389 | 437 | 514 |
| 研发费用率% | 8.8% | 8.5% | 8.5% | 8.8% |
| EBIT | 422 | 578 | 666 | 800 |
| 财务费用 | 49 | -1 | -13 | -24 |
| 财务费用率% | 1.2% | -0.0% | -0.3% | -0.4% |
| 资产减值损失 | -117 | -25 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 5 | 5 | 5 |
| 营业利润 | 275 | 560 | 686 | 830 |
| 营业外收支 | -26 | -0 | -0 | -0 |
| 利润总额 | 249 | 560 | 685 | 830 |
| EBITDA | 634 | 780 | 882 | 1,028 |
| 所得税 | 53 | 126 | 154 | 187 |
| 有效所得税率% | 21.2% | 22.5% | 22.5% | 22.5% |
| 少数股东损益 | -89 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司所有者净利润 | 284 | 434 | 531 | 643 |

| 资产负债表(百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 786 | 1,183 | 1,536 | 2,265 |
| 应收账款及应收票据 | 478 | 309 | 490 | 320 |
| 存货 | 632 | 822 | 802 | 1,029 |
| 其它流动资产 | 210 | 269 | 272 | 304 |
| 流动资产合计 | 2,106 | 2,584 | 3,100 | 3,918 |
| 长期股权投资 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| 固定资产 | 1,693 | 1,756 | 1,795 | 1,802 |
| 在建工程 | 107 | 77 | 57 | 57 |
| 无形资产 | 291 | 263 | 235 | 207 |
| 非流动资产合计 | 3,821 | 3,861 | 3,912 | 3,951 |
| 资产总计 | 5,927 | 6,444 | 7,012 | 7,869 |
| 短期借款 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 应付票据及应付账款 | 305 | 448 | 402 | 538 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 904 | 911 | 1,008 | 1,101 |
| 流动负债合计 | 1,299 | 1,449 | 1,500 | 1,729 |
| 长期借款 | 438 | 423 | 408 | 393 |
| 其它长期负债 | 719 | 719 | 719 | 719 |
| 非流动负债合计 | 1,157 | 1,142 | 1,127 | 1,112 |
| 负债总计 | 2,456 | 2,591 | 2,627 | 2,841 |
| 实收资本 | 564 | 562 | 562 | 562 |
| 普通股股东权益 | 3,079 | 3,462 | 3,993 | 4,636 |
| 少数股东权益 | 392 | 392 | 392 | 392 |
| 负债和所有者权益合计 | 5,927 | 6,444 | 7,012 | 7,869 |

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现 20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现 5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。 |

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。