



CGM 持续高增长，积极拓展海外市场

投资要点

- **事件:** 2024年, 公司实现营收 44.4 亿元, 同比+9.5%, 实现归母净利润 3.3 亿元, 同比+14.7%, 实现扣非归母净利润 2.9 亿元, 同比+0.7%。
- **CGM 第二增长曲线进展良好, 子公司心诺健康扭亏为盈。** 收入端, 2024 年公司营收 44.4 亿元 (+9.5%), 血糖监测产品业务稳健增长, 以 CGM 为基础的第二增长曲线取得良好进展。公司血糖测试系统营收 33.2 亿元 (+15.6%), 营收占比同比+4.0pp。其中, CGM 快速增长, “三诺爱看”作为国内首个获批上市的三代传感技术 CGM 系统, 已在欧盟 MDR 等 25 个国家和地区获批注册证, 在俄罗斯等超 60 个国家上市销售。第二代 CGM 产品也已在国内上市。盈利端, 公司毛利率 54.9% (+0.8pp), 得益于高毛利血糖测试系统营收占比提升以及降本增效的推进。控股子公司心诺健康营收 11.1 亿元 (+4.1%), 净利率 5.2% (+22.1pp), 净利润实现转正, 主要系业绩改善及成本优化所致。此外, 2024 年, 公司子公司 Trividia 实现利润 75.4 百万元。
- **积极拓展海外市场, CGM 美国研发有突破。** 公司积极拓展海外 CGM 市场, CGM 产品注册范围进一步扩大, 新增新加坡等 10 个国家和地区获批注册证。同时, 公司积极寻求与海外经销商进行合作, 子公司三诺生物(香港)与欧洲经销商签署 7 年经销协议, 在欧洲超 20 个国家和地区的医保市场独家经销公司第一代、第二代 CGM 产品。研发方面, 2024 年公司研发费用同比+5.2%。第二代 CGM 产品完成注册并取得 III 类医疗器械注册证。CGM 产品在原有的欧盟 MDR 认证中新增 2-17 岁的适用人群。同时, 公司 CGM 产品通过 FDA510(k) 受理审核, 正式进入 510(k) 实质性审查阶段。
- **加大销售费用投入, 零售+临床+基层渠道全面扩展。** 2024 年, 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.8%/9.1%/8.4%/0.5%, 同比 +2.7pp/-1.2pp/-0.3pp/-0.8pp。销售费用率提升明显, 主要系销售渠道结构变化, 线上增长较快, 费用投入增加及 CGM 产品的市场投入增加所致。公司不断加强渠道建设, 零售市场市占率近 50%, 拥有超 0.2 亿用户, 与超 4000 家经销商、近 600 家连锁药房展开合作; 临床市场方面, 公司产品覆盖全国 30 多个省份, 合作 3800 家等级医院, 为 1600 多家等级医院提供糖尿病管理主动会诊系统; 基层市场方面, 公司已覆盖 2000 多家基层医疗机构。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司 CGM 快速增长, 海外业务预计盈利能力逐步改善。预计 2025-2027 年归母净利润分别 4.4 亿元、5 亿元和 5.9 亿元, 对应 PE 为 29 倍、25 倍和 21 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、子公司扭亏不及预期等风险。

指标年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4443.12	4914.09	5469.39	6120.24
增长率	9.47%	10.60%	11.30%	11.90%
归属母公司净利润(百万元)	326.29	442.50	498.53	591.84
增长率	14.73%	35.62%	12.66%	18.72%
每股收益 EPS(元)	0.58	0.78	0.88	1.05
净资产收益率 ROE	9.17%	11.36%	1.58%	12.34%
PE	39	29	25	21
PB	3.78	3.65	3.26	2.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

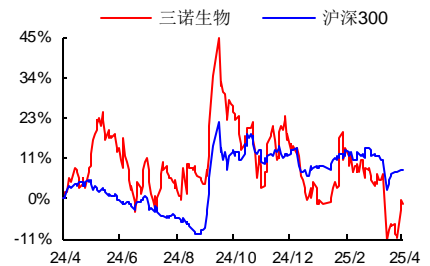
分析师: 阮雯

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)	20.1-32.81
总市值(亿元)	127.01
总资产(亿元)	60.98
每股净资产(元)	5.73

相关研究

1. 三诺生物(300298): 研发投入加大, CGM 加快拓展全球市场 (2024-05-13)

关键假设：

假设 1：血糖测试系统：国内市场方面，指间血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。国外市场部分，公司 2023 年进一步并购海外子公司 Trividia，2024 年 Trividia 通过协同管理和市场策略优化实现实现利润 75.4 百万元，预计以美国为主的海外市场将保持平稳增长。预计 2025-2027 年国内国外血糖测试系统整体销量增速分别为 15%、15%和 15%，价格保持不变。

假设 2：iPOCT 监测系统：公司目前拥有 iCARE 便携式全自动多功能检测仪、PCH 便携式糖化血红蛋白分析仪、PABA 便携式全自动生化分析仪等系列糖尿病及相关慢病检测产品。同时，公司积极拓展 iPOCT 检测业务。2024 年，公司推出了行业首创液相单人份三合一产品 iCARE-1300 型便携式全自动多功能检测仪；全新升级 BA-B22D 智能血压测试仪，采用升压式测量，测量结果更精确；协同研发并制造 True 品牌下第一款全新血糖仪“Trueness”，经由子公司 Trividia 成功推出并打入美国市场。预计 2025-2027 年国内国外血糖测试系统整体销量增速分别为 10%、10%和 10%，价格保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：三诺生物收入及毛利分析

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
血糖测试系统	收入	33.2	38.2	43.9	50.5
	增速	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	60.2%	62.0%	62.0%	62.0%
iPOCT 监测系统	收入	1.9	2.0	2.2	2.5
	增速	9.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	51.2%	52.0%	52.0%	52.0%
血脂检测系统	收入	2.4	2.4	2.3	2.2
	增速	-5.0%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
	毛利率	61.7%	62.0%	62.0%	62.0%
糖化血红蛋白检测系统	收入	1.8	1.7	1.6	1.6
	增速	-7.3%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
血压计	收入	1.2	1.4	1.5	1.6
	增速	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	25.9%	26.0%	26.0%	26.0%
经营品	收入	0.9	0.7	0.6	0.5
	增速	-23.5%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
	毛利率	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
糖尿病营养、护理等辅助产品	收入	2.6	2.5	2.4	2.2
	增速	-6.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	0.4	0.2	0.2	0.1

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
	增速	-34.3%	-35.0%	-35.0%	-35.0%
	毛利率	77.4%	78.0%	78.0%	78.0%
合计	收入	44.4	49.1	54.7	61.2
	增速	9.5%	10.6%	11.3%	11.9%
	毛利率	54.9%	58.5%	58.7%	58.9%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4443.12	4914.09	5469.39	6120.24	净利润	345.85	442.50	498.53	591.84
营业成本	2004.72	2039.35	2258.86	2515.42	折旧与摊销	205.92	193.77	200.25	203.06
营业税金及附加	44.13	49.71	54.89	61.48	财务费用	20.07	2.46	2.73	3.06
销售费用	1191.77	1326.81	1476.73	1652.47	资产减值损失	-74.40	0.00	0.00	0.00
管理费用	405.53	491.41	601.63	673.23	经营营运资本变动	75.99	-468.28	-101.81	-113.58
研发费用	235.56	417.70	448.49	489.62	其他	57.84	100.11	18.14	61.47
财务费用	20.07	2.46	2.73	3.06	经营活动现金流净额	631.29	270.56	617.85	745.85
资产减值损失	-74.40	0.00	0.00	0.00	资本支出	-378.52	-40.00	-40.00	-40.00
投资收益	-1.60	-60.00	-30.00	-10.00	其他	203.51	-59.60	-30.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-175.02	-99.60	-70.00	-50.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	40.20	29.70	40.23	100.00
营业利润	398.98	526.66	596.05	714.97	长期借款	-438.08	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.72	-12.13	-9.54	-10.40	股权融资	17.89	8.00	0.00	0.00
利润总额	395.26	514.54	586.51	704.57	支付股利	-110.77	-65.26	-88.50	-99.71
所得税	49.41	72.04	87.98	112.73	其他	106.49	-496.68	-2.73	-3.06
净利润	345.85	442.50	498.53	591.84	筹资活动现金流净额	-384.27	-524.24	-51.01	-2.77
少数股东损益	19.56	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	62.79	-353.29	496.84	693.09
归属母公司股东净利润	326.29	442.50	498.53	591.84					
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	844.70	491.41	988.25	1681.33	成长能力				
应收和预付款项	678.22	700.40	785.51	884.74	销售收入增长率	9.47%	10.60%	11.30%	11.90%
存货	662.84	680.23	789.64	862.44	营业利润增长率	45.08%	32.00%	13.17%	19.95%
其他流动资产	196.11	170.52	177.36	185.38	净利润增长率	76.60%	27.94%	12.66%	18.72%
长期股权投资	14.88	14.88	14.88	14.88	EBITDA 增长率	20.04%	15.67%	10.53%	15.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1833.39	1750.09	1660.30	1567.71	毛利率	54.88%	58.50%	58.70%	58.90%
无形资产和开发支出	1395.27	1326.35	1257.42	1188.50	三费率	36.40%	37.05%	38.05%	38.05%
其他非流动资产	472.15	470.61	469.07	467.52	净利率	7.78%	9.00%	9.11%	9.67%
资产总计	6097.56	5604.47	6142.43	6852.50	ROE	9.17%	11.36%	11.58%	12.34%
短期借款	130.08	159.77	200.00	300.00	ROA	5.67%	7.90%	8.12%	8.64%
应付和预收款项	606.72	634.49	691.90	774.43	ROIC	10.27%	12.07%	12.93%	15.37%
长期借款	0.12	0.12	0.12	0.12	EBITDA/销售收入	14.07%	14.71%	14.61%	15.05%
其他负债	1591.03	915.58	945.87	981.28	营运能力				
负债合计	2327.95	1709.97	1837.89	2055.83	总资产周转率	0.74	0.84	0.93	0.94
股本	564.27	564.27	564.27	564.27	固定资产周转率	2.68	2.96	3.27	3.83
资本公积	1104.92	1112.92	1112.92	1112.92	应收账款周转率	5.83	5.66	5.76	5.77
留存收益	1609.51	1986.75	2396.78	2888.91	存货周转率	2.92	2.88	3.00	3.01
归属母公司股东权益	3357.74	3482.63	3892.66	4384.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.97%	—	—	—
少数股东权益	411.88	411.88	411.88	411.88	资本结构				
股东权益合计	3769.62	3894.51	4304.54	4796.67	资产负债率	38.18%	30.51%	29.92%	30.00%
负债和股东权益合计	6097.56	5604.47	6142.43	6852.50	带息债务/总负债	25.18%	36.02%	35.70%	36.78%
					流动比率	1.41	1.90	2.28	2.54
					速动比率	1.01	1.27	1.62	1.94
					股利支付率	33.95%	14.75%	17.75%	16.85%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	624.97	722.89	799.03	921.09	每股收益	0.58	0.78	0.88	1.05
PE	38.94	28.72	25.49	21.47	每股净资产	5.95	6.17	6.90	7.77
PB	3.78	3.65	3.26	2.90	每股经营现金	1.12	0.48	1.09	1.32
PS	2.86	2.59	2.32	2.08	每股股利	0.20	0.12	0.16	0.18
EV/EBITDA	19.39	16.97	14.78	12.18					
股息率	0.87%	0.51%	0.70%	0.78%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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

西南证券研究院

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
上海	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
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@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	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@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
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn