

公司研究

25Q1 业绩略低于预期，期待 CGM 销售和研发推进

——三诺生物（300298.SZ）2024 年报及 2025 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2024 年报及 25 年一季报，2024 年实现营收 44.43 亿元（YoY+9.47%），归母净利润 3.26 亿元（YoY+14.73%），扣非归母净利润 2.95 亿元（YoY+0.65%）；Q4 单季营收 12.61 亿元（YoY+23.22%），归母净利润 0.71 亿元（YoY 扭亏为盈），符合市场预期。25Q1 实现营收 10.42 亿元（YoY+2.76%），归母净利润 0.72 亿元（YOY-10.90%），业绩略低于市场预期。

点评：

全年业绩符合预期，国补政策有望持续拉动销售。公司 24 年血糖监测实现收入 33.21 亿元（YOY+15.58%），公司估计国内传统业务（除 CGM 外）收入端同比增长约 10%。公司 24Q1~25Q1 单季分别实现收入 10.14/11.19/10.49/12.61/10.42 亿元，实现归母净利润 0.81/1.17/0.58/0.71/0.72 亿元，四季度大促叠加全国各省市的国补政策对公司家用类医疗器械产品销售拉动明显。公司深耕行业二十余载，在 BGM 产销研各个环节奠定先发优势和龙头地位，我们看好其在传统血糖监测领域布局的产品体系、渠道网络，预计 25 年 BGM 业务收入有望维持稳健增长。

CGM 国产第一梯队企业，有望迎来销售放量。公司 CGM 产品已于 23 年获批后正式上线销售，推测 2024 年销售额约 3 亿，二代产品有望上市补充产品梯队。我们认为 CGM 行业有望迎来加速扩容，公司自 2008 年开始布局研发基于三代传感器技术的 CGM 产品，产品上市后续购率和复购率持续提升。

国际化出海可期，海外子公司拐点初现。公司 CGM 产品已于 23 年获得 CE 认证，公司在西欧、北欧等已开放市场进入招标准入流程；公司 CGM 产品已提交 FDA 上市申请并有望于 25 年获得批准。两家海外子公司 Trividia 和 PTS 经营改善趋势明显。公司目前已建立起全球销售网络、品牌资源，产品国际化出海可期。此外，随着对海外子公司的整合进入尾声，子公司经营拐点初现，有望实现盈利。

盈利预测、估值与评级：我们维持 25 年归母净利润预测为 4.31 亿元，考虑到 CGM 研发和销售投入，下调 26 年归母净利润预测至 5.23 亿元（原值为 5.50 亿元，下调 4.9%），新增 27 年归母净利润预测为 6.28 亿元，考虑到公司是国产血糖监测第一品牌，业务出海可期，维持“买入”评级。

风险提示：CGM 销售不及预期、海外临床进展低预期、海外子公司经营风险等

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,059	4,443	4,936	5,541	6,214
营业收入增长率	44.26%	9.47%	11.09%	12.25%	12.15%
归母净利润（百万元）	284	326	431	523	628
归母净利润增长率	-34.00%	14.73%	32.24%	21.21%	20.12%
EPS（元）	0.50	0.58	0.76	0.93	1.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.24%	9.72%	11.77%	12.99%	14.09%
P/E	43	38	29	24	20
P/B	4.0	3.7	3.4	3.1	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25

买入（维持）

当前价：21.85 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebscn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001

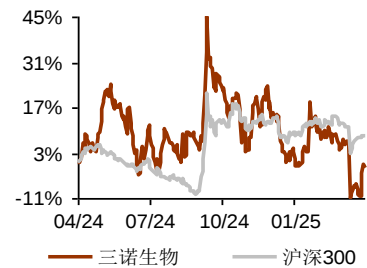
021-52523697

wujiqing@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.64
总市值(亿元):	123.29
一年最低/最高(元):	19.32/35.46
近 3 月换手率:	78.88%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.00	-2.33	-13.23
绝对	-8.27	-2.54	-8.73

资料来源：Wind

相关研报

海外市场再迎重要里程碑，CGM 出海放量可期——三诺生物（300298.SZ）公告点评（2024-12-19）
费用投入加大影响利润，期待 CGM 出海——三诺生物（300298.SZ）2024 三季报点评（2024-10-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,059	4,443	4,936	5,541	6,214
营业成本	1,865	2,005	2,215	2,448	2,708
折旧和摊销	190	200	206	232	257
税金及附加	41	44	49	55	62
销售费用	1,001	1,192	1,324	1,486	1,667
管理费用	418	406	469	515	565
研发费用	356	375	395	449	510
财务费用	49	20	16	16	15
投资收益	1	-2	-2	-2	-2
营业利润	275	399	516	623	746
利润总额	249	395	518	625	748
所得税	53	49	65	78	93
净利润	196	346	453	547	654
少数股东损益	-89	20	22	24	26
归属母公司净利润	284	326	431	523	628
EPS(元)	0.50	0.58	0.76	0.93	1.11

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	735	631	541	696	817
净利润	284	326	431	523	628
折旧摊销	190	200	206	232	257
净营运资金增加	288	45	20	20	21
其他	-27	59	-116	-79	-89
投资活动产生现金流	-371	-175	-313	-302	-302
净资本支出	-344	-186	-250	-250	-250
长期投资变化	48	15	0	0	0
其他资产变化	-75	-4	-63	-52	-52
融资活动现金流	-406	-384	-86	-274	-300
股本变化	0	-	0	0	0
债务净变化	543	-238	77	-573	-89
无息负债变化	440	110	-120	72	80
净现金流	-31	63	143	121	215

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	54.1%	54.9%	55.1%	55.8%	56.4%
EBITDA 率	19.0%	18.1%	15.5%	16.3%	16.9%
EBIT 率	14.2%	13.4%	11.3%	12.1%	12.8%
税前净利润率	6.1%	8.9%	10.5%	11.3%	12.0%
归母净利润率	7.0%	7.3%	8.7%	9.4%	10.1%
ROA	3.3%	5.7%	7.1%	8.1%	9.1%
ROE (摊薄)	9.2%	9.7%	11.8%	11.7%	12.8%
经营性 ROIC	11.1%	12.4%	10.7%	12.1%	13.6%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	41%	38%	36%	27%	25%
流动比率	1.62	1.41	1.60	1.80	2.05
速动比率	1.13	1.01	1.16	1.31	1.51
归母权益/有息债务	2.91	4.09	4.06	13.86	21.00
有形资产/有息债务	4.14	5.58	5.52	16.38	24.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	5,927	6,098	6,361	6,721	7,170
货币资金	786	845	987	1,108	1,323
交易性金融资产	30	110	110	110	110
应收账款	478	620	689	773	867
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	13	11	16	18	21
存货	632	663	732	810	895
其他流动资产	72	86	86	86	86
流动资产合计	2,106	2,382	2,673	2,963	3,367
其他权益工具	328	299	299	299	299
长期股权投资	48	15	15	15	15
固定资产	1,693	1,623	1,661	1,676	1,667
在建工程	107	211	188	171	158
无形资产	291	264	278	290	301
商誉	1,120	1,131	1,131	1,131	1,131
其他非流动资产	72	25	25	25	25
非流动资产合计	3,821	3,716	3,688	3,758	3,803
总负债	2,456	2,328	2,284	1,783	1,773
短期借款	90	130	185	89	0
应付账款	287	342	378	418	462
应付票据	18	4	4	5	5
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	24	137	137	137	137
流动负债合计	1,299	1,694	1,672	1,648	1,639
长期借款	438	0	0	0	0
应付债券	434	456	478	0	0
其他非流动负债	223	134	134	134	134
非流动负债合计	1,157	634	612	134	134
股东权益	3,471	3,770	4,077	4,939	5,397
股本	564	564	564	564	564
公积金	1,518	1,587	1,566	2,043	2,043
未分配利润	920	1,127	1,434	1,795	2,227
归属母公司权益	3,079	3,358	3,643	4,482	4,914
少数股东权益	392	412	433	457	483

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	24.67%	26.82%	26.82%	26.82%	26.82%
管理费用率	10.31%	9.13%	9.50%	9.30%	9.10%
财务费用率	1.21%	0.45%	0.33%	0.28%	0.24%
研发费用率	8.78%	8.44%	8.00%	8.10%	8.20%
所得税率	21%	12%	13%	13%	13%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.20	0.22	0.29	0.35	0.42
每股经营现金流	1.30	1.12	0.96	1.23	1.45
每股净资产	5.46	5.95	6.46	7.94	8.71
每股销售收入	7.19	7.87	8.75	9.82	11.01

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	43	38	29	24	20
PB	4.0	3.7	3.4	2.8	2.5
EV/EBITDA	18.4	17.4	18.3	14.9	12.7
股息率	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP