

2025 年 05 月 09 日

投资评级： 买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

梁裕
liangyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 08 日

收盘价（元）	21.54
一年内最高/最低（元）	35.46/19.32
总市值（百万元）	12,154.28
流通市值（百万元）	9,807.14
总股本（百万股）	564.27
资产负债率（%）	35.76
每股净资产（元/股）	5.86

资料来源：聚源数据

三诺生物(300298.SZ)

——CGM 快速增长，高基数下海外子公司业绩短期承压

投资要点：

- **事件：**三诺生物发布 2025 年一季报。25Q1 公司实现收入 10.4 亿元，同比+2.8%，实现归母净利润 0.7 亿元，同比-10.9%。
- **传统业务稳健，CGM 快速增长，高基数下海外子公司业绩短期承压。**2025Q1 传统业务在高基数背景下保持稳健增长，CGM 收入增速超过 50%，表现亮眼。2025Q1 PTS 受后疫情时代体检需求回调影响，收入较 2024Q1 的高基数有所回落，但基本稳定在 2024 年后三季度的平均水平。2025Q1 Trividia 在美国 BGM 市场下滑的背景下实现逆势增长。2025Q1 从费用端来看，毛利率为 48.7%，同比-1.2 pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 27.8%、7.3%、7.1%、0.5%，同比+3.9、+0.8、-2.4、+0.4 pct。
- **CGM 海外商业化进程稳步推进，2025 年开始海外有望持续发力。**继 2024 年跟 Menarini 达成独家经销合作后，目前在欧洲合作的国家的医保准入、推广工作正在持续推进中，进展符合预期。同时公司正在大力推进中东、东南亚、东欧等地区的本土销售，进展积极。美国方面，目前正处于发补阶段，后续申报注册工作正在有序推进中。总体来看，公司在海外的商业化进程稳步推进中，2025 年开始海外有望持续发力。
- **盈利预测与评级：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.2 亿元、5.0 亿元、6.2 亿元，增速分别为 27.5%/20.0%/25.1%，当前股价对应的 PE 分别为 29X、24X、19X。公司为血糖监测行业龙头，新产品 CGM 正在快速增长中，海外发力在即，天花板持续打开，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**CGM 国内销售进展不及预期；CGM 美国注册进展不及预期；市场竞争加剧风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,059	4,443	4,927	5,478	6,102
同比增长率（%）	44.26%	9.47%	10.89%	11.19%	11.38%
归母净利润（百万元）	284	326	416	499	625
同比增长率（%）	-34.00%	14.73%	27.55%	19.98%	25.09%
每股收益（元/股）	0.50	0.58	0.74	0.88	1.11
ROE（%）	9.24%	9.72%	11.54%	12.78%	14.59%
市盈率（P/E）	42.74	37.25	29.20	24.34	19.46

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	845	1,126	1,507	1,956	营业收入	4,443	4,927	5,478	6,102
应收票据及账款	651	702	750	802	营业成本	2,005	2,209	2,433	2,685
预付账款	47	54	60	67	税金及附加	44	49	55	61
其他应收款	11	13	14	16	销售费用	1,192	1,318	1,463	1,623
存货	663	714	773	846	管理费用	406	451	499	543
其他流动资产	165	170	190	205	研发费用	375	414	457	488
流动资产总计	2,382	2,779	3,295	3,893	财务费用	20	16	16	14
长期股权投资	15	15	15	15	资产减值损失	-74	-50	-45	-30
固定资产	1,645	1,645	1,707	1,726	信用减值损失	-28	-20	-15	-15
在建工程	211	239	220	230	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	264	261	273	308	投资收益	-2	1	1	1
长期待摊费用	15	13	13	15	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	1,566	1,560	1,520	1,480	资产处置收益	1	1	1	1
非流动资产合计	3,716	3,732	3,747	3,774	其他收益	101	106	111	116
资产总计	6,098	6,511	7,042	7,666	营业利润	399	507	608	760
短期借款	130	180	230	280	营业外收入	1	1	2	2
应付票据及账款	346	333	367	405	营业外支出	4	4	5	6
其他流动负债	1,218	1,266	1,324	1,388	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	1,694	1,779	1,921	2,073	利润总额	395	504	605	757
长期借款	467	517	567	617	所得税	49	63	76	95
其他非流动负债	167	170	180	190	净利润	346	441	529	662
非流动负债合计	634	687	747	807	少数股东损益	20	25	30	37
负债合计	2,328	2,467	2,668	2,880	归属母公司股东净利润	326	416	499	625
股本	564	564	564	564	EPS(元)	0.58	0.74	0.88	1.11
资本公积	1,105	1,105	1,105	1,105	主要财务比率				
留存收益	1,689	1,938	2,238	2,613	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	3,358	3,607	3,907	4,282	成长能力				
少数股东权益	412	437	467	504	营收增长率	9.47%	10.89%	11.19%	11.38%
股东权益合计	3,770	4,044	4,374	4,786	营业利润增长率	45.08%	27.11%	19.96%	24.95%
负债和股东权益合计	6,098	6,511	7,042	7,666	归母净利润增长率	14.73%	27.55%	19.98%	25.09%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-14.13%	0.74%	24.84%	18.48%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	346	350	434	561	毛利率	54.88%	55.16%	55.58%	55.99%
折旧与摊销	221	237	270	293	净利率	7.78%	8.95%	9.66%	10.85%
财务费用	20	16	16	14	ROE	9.72%	11.54%	12.78%	14.59%
投资损失	2	-1	-1	-1	ROA	5.35%	6.39%	7.09%	8.15%
营运资金变动	-83	-70	-33	-41	ROIC	9.04%	12.86%	14.71%	17.71%
其他经营现金流	125	104	108	114	估值倍数				
经营性现金净流量	631	636	794	941	P/E	37.25	29.20	24.34	19.46
投资性现金净流量	-175	-272	-297	-327	P/S	2.74	2.47	2.22	1.99
筹资性现金净流量	-384	-83	-116	-164	P/B	3.76	3.49	3.21	2.92
现金流量净额	63	281	382	449	股息率	0.00%	1.37%	1.64%	2.06%
					EV/EBITDA	23	16	14	11

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。