

三诺生物 (300298.SZ)

25Q2 环比改善显著，欧洲市场推进顺利，CGM 海外放量可期

三诺生物发布 2025 年半年度报告。2025H1 公司实现营业收入 22.64 亿元，同比增长 6.12%；归母净利润 1.81 亿元，同比下滑 8.52%；扣非后归母净利润 1.58 亿元，同比下滑 11.31%。分季度看，2025Q2 实现营业收入 12.22 亿元，同比增长 9.17%；归母净利润 1.09 亿元，同比下滑 6.87%；扣非后归母净利润 0.91 亿元，同比下滑 9.36%。

观点：25Q2 收入端改善显著，多因素导致毛利率有所下滑，使得利润端增速不及收入端。海外本土化布局持续推进，重点国家/地区设立分子公司并组建本地销售团队，全球服务能力不断提升。CGM 海外市场准入持续推进，欧洲与 Menarini 公司合作进展顺利，海外 CGM 放量可期。

25Q2 收入端改善显著，多因素影响利润端增速不及收入端。2025Q2 公司经营稳健，在复杂多变的国内外形势下实现收入端稳步增长。2025Q2 公司毛利率 54.56% (同比-4.60pp)，销售费用率 26.33% (同比-1.03pp)，管理费用率 11.54% (同比-0.83pp)，研发费用率 5.85% (同比-0.90pp)，财务费用率 2.08% (同比+1.72pp)，导致利润端增长不及收入端，主要系：1) Trividia 增加血糖监测仪器的市场投放导致产品毛利率同比有所下降，同时受到汇兑损益和管理费用增加的影响，利润端同比下滑；2) PTS 海外业务受墨西哥环境政策的影响政府采购订单下降，收入规模和盈利水平同比有所下降；3) 二代 CGM 产品投入及 BGM 新品投放导致毛利率短期承压，同时投流等市场费用增加，导致利润端下降。

海外本土化布局持续深化，全球服务能力不断提升。2025H1 公司分地区收入情况如下：1) 国内收入 12.66 亿元 (同比+5.40%)，毛利率 61.21% (同比-2.10pp)；2) 美国收入 7.44 亿元 (同比+7.06%)，毛利率 40.72% (同比-2.40pp)；3) 其他地区收入 2.54 亿元 (同比+7.05%)，毛利率 37.82% (同比-2.96pp)。公司不断深化海外本土化服务，陆续在越南、菲律宾、印度尼西亚、印度、孟加拉、泰国等国家设立分子公司，组建本地销售团队；并在欧洲、北美、东南亚等 18 个国家设立合作海外仓，实现了物流本地化。通过联合海外子公司 PTS 和 Trividia，本土运营探索欧美市场，并以投标等方式拓展墨西哥、非洲等地区业务，全球营销网络已覆盖 187 个国家和地区，海外市场未来可期。

CGM 海外市场准入持续推进，筑牢长期发展根基。欧洲地区：与 Menarini 公司合作，覆盖欧洲超过 20 个国家和地区的医保市场，目前整体进展顺利。公司 CGM 产品已成功进入英国、奥地利的国家医保目录，并且在瑞典、西班牙、意大利等国家的单项招标中中标；其余现金市场亦在开拓 CGM 销售业务。东南亚、中东、东欧等地区：通过与本地经销商合作的模式拓展业务，目前已经形成了一定的业务规模，带来了一定的收入贡献。印度尼西亚、印度、泰国等国家：深化本地化精耕策略，在当地成立子公司、组建本地化专业团队，目前已实现销售。跨境电商：同时在 eBay、Amazon、AliExpress、Lazada 等多个第三方国际平台布局线上店铺，进一步拓宽产品的销售路径。

盈利预测与投资建议。考虑二代 CGM 放量，我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 49.26、54.83、61.25 亿元，分别同比增长 10.9%、11.3%、11.7%；归母净利润分别为 4.19、5.30、6.52 亿元，分别同比增长 28.3%、26.6%、23.0%。

风险提示：国内 CGM 竞争加剧；海外临床及销售不及预期；海外子公司亏损风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,059	4,443	4,926	5,483	6,125
增长率 yoy (%)	2.7	9.5	10.9	11.3	11.7
归母净利润 (百万元)	284	326	419	530	652
增长率 yoy (%)	-36.3	14.7	28.3	26.6	23.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.51	0.58	0.75	0.95	1.16
净资产收益率 (%)	9.2	9.7	12.0	13.8	15.4
P/E (倍)	40.4	35.2	27.5	21.7	17.6
P/B (倍)	3.7	3.4	3.3	3.0	2.7

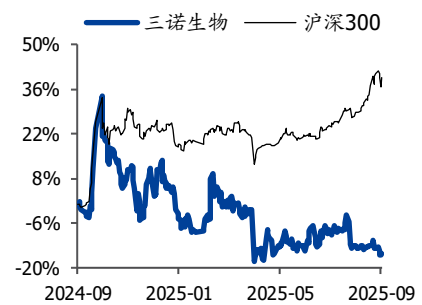
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 09 月 05 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	医疗器械
前次评级	买入
09 月 05 日收盘价 (元)	20.52
总市值 (百万元)	11,496.66
总股本 (百万股)	560.27
其中自由流通股 (%)	80.55
30 日日均成交量 (百万股)	12.98

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjinyang@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号：S0680522030002

邮箱：yangfang@gszq.com

分析师 王震

执业证书编号：S0680525040002

邮箱：wangzhen1@gszq.com

相关研究

- 《三诺生物 (300298.SZ)：2024 年经营稳健，CGM 海外市场准入持续推进》 2025-04-21
- 《三诺生物 (300298.SZ)：CGM 通过 FDA 受理，出海战略持续推进》 2024-12-19
- 《三诺生物 (300298.SZ)：第二代 CGM 国内获批，产品迭代升级持续增强用户粘性》 2024-12-17

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2106	2382	2754	3371	4155
现金	786	845	1037	1529	2102
应收票据及应收账款	478	620	659	715	824
其他应收款	13	11	15	16	17
预付账款	47	47	66	65	72
存货	632	663	779	845	932
其他流动资产	149	196	199	201	207
非流动资产	3821	3716	3496	3266	3040
长期投资	48	15	15	15	15
固定资产	1693	1623	1508	1387	1261
无形资产	291	264	212	159	107
其他非流动资产	1789	1814	1762	1705	1657
资产总计	5927	6098	6250	6637	7195
流动负债	1397	1694	1723	1837	2011
短期借款	90	130	132	111	117
应付票据及应付账款	305	346	383	421	470
其他流动负债	1002	1218	1208	1305	1424
非流动负债	1060	634	650	667	684
长期借款	438	0	0	0	0
其他非流动负债	621	634	650	666	684
负债合计	2456	2328	2373	2503	2694
少数股东权益	392	412	373	298	255
股本	564	564	564	564	564
资本公积	1087	1105	1105	1105	1105
留存收益	1351	1610	1874	2206	2615
归属母公司股东权益	3079	3358	3504	3836	4245
负债和股东权益	5927	6098	6250	6637	7195

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	735	631	615	759	844
净利润	196	346	380	455	609
折旧摊销	211	221	232	227	225
财务费用	60	48	16	16	16
投资损失	-1	2	0	0	1
营运资金变动	117	-83	-28	10	-43
其他经营现金流	152	97	16	51	37
投资活动现金流	-371	-175	-29	-48	-36
资本支出	-344	-186	-5	-45	-33
长期投资	0	86	0	0	0
其他投资现金流	-27	-75	-24	-2	-2
筹资活动现金流	-406	-384	-396	-219	-235
短期借款	-106	40	2	-21	7
长期借款	-82	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-202	18	0	0	0
其他筹资现金流	-17	-4	-398	-197	-242
现金净增加额	-31	63	192	493	573

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4059	4443	4926	5483	6125
营业成本	1886	2005	2283	2517	2775
营业税金及附加	41	44	48	54	61
营业费用	981	1192	1339	1467	1617
管理费用	418	406	463	504	557
研发费用	356	375	429	466	508
财务费用	49	20	0	-3	-13
资产减值损失	-117	-74	-60	-52	-50
其他收益	82	101	96	114	128
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-2	0	0	-1
资产处置收益	-6	1	-2	-3	-2
营业利润	275	399	399	536	695
营业外收入	1	1	55	19	25
营业外支出	28	4	11	14	10
利润总额	249	395	443	541	710
所得税	53	49	63	86	101
净利润	196	346	380	455	609
少数股东损益	-89	20	-39	-75	-43
归属母公司净利润	284	326	419	530	652
EBITDA	634	694	675	765	922
EPS (元/股)	0.51	0.58	0.75	0.95	1.16

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.7	9.5	10.9	11.3	11.7
营业利润(%)	-26.8	45.1	-0.1	34.5	29.6
归属母公司净利润(%)	-36.3	14.7	28.3	26.6	23.0
获利能力					
毛利率(%)	53.5	54.9	53.7	54.1	54.7
净利率(%)	7.0	7.3	8.5	9.7	10.6
ROE(%)	9.2	9.7	12.0	13.8	15.4
ROIC(%)	7.3	9.0	8.2	9.3	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	41.4	38.2	38.0	37.7	37.5
净负债比率(%)	8.4	-0.4	-7.9	-19.4	-30.0
流动比率	1.5	1.4	1.6	1.8	2.1
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	7.8	8.1	7.7	8.0	8.0
应付账款周转率	6.3	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.58	0.75	0.95	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	1.13	1.10	1.35	1.51
每股净资产(最新摊薄)	5.49	5.99	6.25	6.85	7.58
估值比率					
P/E	40.4	35.2	27.5	21.7	17.6
P/B	3.7	3.4	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	27.5	21.0	16.6	14.0	11.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年09月05日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 0%~10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com