

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

三诺生物(300298)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业联席首席分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

曹佳琳 医药行业分析师

执业编号: S1500523080011

邮箱: caojialin@cindasc.com

相关研究

血糖业务稳健发展, 海外市场表现亮眼

营收稳健增长, 新品有望打开第二增长曲线

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

血糖主业稳健增长, 海外本地化布局加速

2025年09月08日

事件: 公司发布 2025 年中期报告, 2025 年上半年实现营业收入 22.64 亿元 (yoy+6.12%), 归母净利润 1.81 亿元 (yoy-8.52%), 扣非归母净利润 1.58 亿元 (yoy-11.31%), 经营活动产生的现金流量净额 2.73 亿元 (yoy+20.14%)。其中 2025Q2 收入 12.22 亿元 (yoy+9.17%), 归母净利润 1.09 亿元 (yoy-6.87%)。

点评:

- **血糖主业稳健增长, 海外本地化成效凸显。**2025H1 公司血糖类监测系统实现收入 16.59 亿元 (yoy+6.88%), 保持稳定增长, 占营收比重达 73.29%, 仍是核心支柱业务。其中 CGM 产品加速迭代, 注册区域范围进一步扩大, 二代产品获欧盟 MDR 认证并拓展适应场景 (覆盖 2 岁及以上人群、新增上臂佩戴方式), BGM 通过“分钟诊所免测”、携手连锁药店设立慢病咨询体验区, 加速基层渗透率提升, 我们认为随着国内院内外一体化糖尿病管理方案推广, 叠加 CGM 快速放量, 血糖业务有望保持较快发展趋势。分区域来看, 海外收入增长提速, 公司和 Trividia 和 PTS 的全球协同发展成果突显, 2025H1 公司海外地区实现营业收入 9.97 亿元 (yoy+7.06%), 公司以“One Sinocare”为共识, 通过差异化协同、区域深耕与渠道创新, 构建了多维度的国际市场业务体系, 未来随着海外本地化运营逐步进入收获阶段, 海外业务有望成为驱动公司成长的重要动力。
- **盈利能力受投入影响, 短期承压, 未来有望逐步提升。**2025H1 公司销售毛利率 51.86% (yoy-3.29pp), 主要受产品结构调整影响 (①国内 CGM 收入体量提升, 其毛利率低于 BGM; ②推出的 SC801/SC801Air 血糖仪等新产品在投放初期成本较高; ③美国子公司 Trividia 增加 BGM 仪器的市场投放拉低产品毛利率)。销售费用率 26.99% (yoy+1.83pp), 我们认为主要是 CGM 市场推广加大、海外渠道建设及电商投流导致; 研发费用率 6.41% (yoy-1.61pp), 主要是 CGM 注册临床费用同比下降所致; 财务费用率为 1.37% (yoy+1.14pp), 主要是汇兑损益所致; 管理费用率为 9.60% (yoy+0.02pp), 基本稳定。我们认为公司利润端承压是短期因素所致, 随 CGM 规模效应释放、海外本地化制造比例提升, 盈利能力有望环比修复。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 49.35、55.28、62.11 亿元, 同比增速分别为 11.1%、12.0%、12.3%, 实现归母净利润为 4.17、5.06、6.19 亿元, 同比分别增长 27.7%、21.5%、22.2%, 对应 2025 年 9 月 5 日的股价, PE 分别为 28、23、19 倍。
- **风险因素:** 市场竞争风险; 境外市场拓展不及预期风险; 技术创新能力风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,059	4,443	4,935	5,528	6,211
增长率 YoY %	2.7%	9.5%	11.1%	12.0%	12.3%
归属母公司净利润 (百万元)	284	326	417	506	619
增长率 YoY%	-36.3%	14.7%	27.7%	21.5%	22.2%
毛利率%	53.5%	54.9%	53.0%	53.6%	54.1%
净资产收益率ROE%	9.2%	9.7%	12.2%	13.6%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.58	0.74	0.90	1.10
市盈率 P/E(倍)	40.42	35.23	27.58	22.70	18.58
市净率 P/B(倍)	3.73	3.42	3.38	3.09	2.80

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 9 月 5 日收盘价

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
流动资产	2,106	2,382	2,499	3,021	3,658						
货币资金	786	845	810	1,225	1,716						
应收票据	0	0	0	0	0						
应收账款	478	620	664	716	783						
预付账款	47	47	61	65	71						
存货	632	663	751	799	863						
其他	163	207	213	218	224						
非流动资产	3,821	3,716	3,702	3,676	3,637						
长期股权投资	48	15	15	15	15						
固定资产(合计)	1,693	1,623	1,633	1,649	1,650						
无形资产	291	264	212	159	106						
其他	1,789	1,814	1,843	1,853	1,866						
资产总计	5,927	6,098	6,201	6,698	7,295						
流动负债	1,397	1,694	1,731	1,880	2,053						
短期借款	90	130	130	130	130						
应付票据	18	4	10	11	11						
应付账款	287	342	381	422	471						
其他	1,002	1,218	1,210	1,317	1,441						
非流动负债	1,060	634	628	628	628						
长期借款	438	0	0	0	0						
其他	621	634	628	628	628						
负债合计	2,456	2,328	2,359	2,508	2,681						
少数股东权益	392	412	436	466	502						
归属母公司股东权益	3,079	3,358	3,406	3,724	4,112						
负债和股东权益	5,927	6,098	6,201	6,698	7,295						
重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	4,059	4,443	4,935	5,528	6,211						
同比(%)	2.7%	9.5%	11.1%	12.0%	12.3%						
归属母公司净利润	284	326	417	506	619						
同比	-36.3%	14.7%	27.7%	21.5%	22.2%						
毛利率(%)	53.5%	54.9%	53.0%	53.6%	54.1%						
ROE%	9.2%	9.7%	12.2%	13.6%	15.1%						
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.58	0.74	0.90	1.10						
P/E	40.42	35.23	27.58	22.70	18.58						
P/B	3.73	3.42	3.38	3.09	2.80						
EV/EBITDA	27.53	20.97	14.67	12.18	10.01						

利润表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业总收入	4,059	4,443	4,935	5,528	6,211						
营业成本	1,886	2,005	2,321	2,567	2,850						
营业税金及附加	41	44	49	55	62						
销售费用	981	1,192	1,308	1,454	1,627						
管理费用	418	406	454	503	559						
研发费用	356	375	321	359	404						
财务费用	49	20	24	24	22						
减值损失合计	-117	-74	-30	-30	-30						
投资净收益	1	-2	0	-1	-1						
其他	63	73	89	96	110						
营业利润	275	399	518	631	767						
营业外收支	-26	-4	0	0	0						
利润总额	249	395	518	631	767						
所得税	53	49	77	95	112						
净利润	196	346	441	536	655						
少数股东损益	-89	20	24	29	36						
归属母公司净利润	284	326	417	506	619						
EBITDA	634	694	777	901	1,047						
EPS(当年)(元)	0.51	0.59	0.74	0.90	1.10						

现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
经营活动现金流	735	631	712	851	970						
净利润	196	346	441	536	655						
折旧摊销	211	221	236	246	259						
财务费用	60	48	28	28	28						
投资损失	-1	2	0	1	1						
营运资金变动	117	-83	-35	-4	-17						
其它	152	97	43	44	44						
投资活动现金流	-371	-175	-221	-220	-220						
资本支出	-344	-186	-200	-219	-219						
长期投资	0	86	0	0	0						
其他	-27	-75	-22	-1	-1						
筹资活动现金流	-406	-384	-528	-217	-259						
吸收投资	18	0	0	0	0						
借款	-188	-398	0	0	0						
支付利息或股息	-145	-132	-183	-217	-259						
现金流净增加额	-31	63	-35	415	491						

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药联席首席分析师，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。