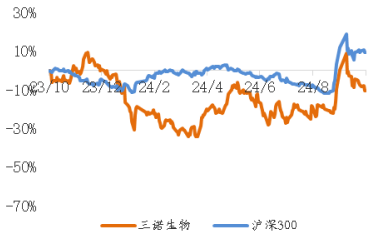
营收平稳增长，费用提升影响利润

相关研究：

1.《H1业绩稳健增长，CGM有望开启第二增长曲线》
2024.09.05

公司评级：增持（维持）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-7	2	-16
绝对收益	-1	17	-6

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 蒋栋
证书编号： S0500521050001
Tel： 021-50295368
Email： jiangdong@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ **前三季度营收同比增长 4.38%，归母净利同比下降 19.71%**

近期公司发布了 2024 年三季报，前三季度公司实现营业收入 31.82 亿元，同比增长 4.83%，归母净利润 2.55 亿元，同比下降 19.71%，扣非净利润 2.32 亿元，同比下降 31.73%。

单季度看，2024Q3 实现营业收入 10.49 亿元，同比增长 2.05%，归母净利润 0.58 亿元，同比下降 59.44%，扣非净利润 0.53 亿元，同比下降 62.06%。

❑ **销售费用提升明显，毛利率与净利率均有所下降**

2024 年前三季度公司销售费用率 26.47%，同比上升 2.87 pct，预计与 CGM 业务在国内加大拓展所致。管理费用率为 19.02%，同比提升 0.55 pct，财务费用率 0.60%，同比下降 0.34 pct，研发费用率 8.75%，同比增长 0.67 pct。公司整体期间费用有所提升，同时公司持续加大创新研发投入，带动研发费用有所提升。前三季度公司毛利率 55.23%，较上年同期提升 2.19 个百分点，净利率 8.54%，同比下降 0.61 pct。

❑ **血糖监测系统增长稳健，连续血糖监测产品有望开启第二增长曲线**

预计公司 BGM 销售保持平稳，CGM 维持较高增速，CGM 产品“三诺爱看”持续葡萄糖监测系统在中国、印尼、欧盟 MDR、英国、泰国、马来西亚、菲律宾、印度、孟加拉国、摩洛哥、哥伦比亚、委内瑞拉、危地马拉、土耳其和约旦等多个国家和地区获批注册证，并已在国内上市以及欧洲线上进行销售，预计将持续助推 CGM 业务成长。根据微泰医疗招股书引用灼识报告及 IDF 数据：2020 年 CGM（连续血糖监测系统）占糖尿病监测市场份额不到三成，但其处于高速成长期，终端市场规模持续扩大，在 2030 年有望在行业中占比达 49.4%；CGM（连续血糖监测系统）终端市场规模已从 2015 年的 17 亿美元迅速膨胀到了 2020 年的 57 亿美元，到 2030 年能达到 365 亿美元的巨大规模。公司连续血糖监测产品优势显著，有望开启第二增长曲线。

❑ **研发投入继续提升，全球研发中心正在有序建设**

前三季度公司合计投入研发费用 2.78 亿元，较上年同期增长 13.47%，占公司总营收的 8.75%。截至上半年末，公司在全球拥有 7 大研发中心、8 大生产基地，同时公司全球研发中心项目也在有序建设中，有效地保障了公司产品升级和新产品的开发储备力度。报告期内，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，“五分类血常规+液相生化+免疫联检”三大检测模块创新集成，助力基层医疗机构提升诊疗能力与效率；全新升级 BA-B22D 智能血压测试仪，采用升压式测量，多重校准算法，测量结果更精确；创新医用“银”试条，符合国内、国际双标准，精密智造、智能监测、便捷测糖更安心。

❑ **投资建议**

公司前三季度营收端平稳增长，费用端提升利润端承压，长期看 CGM 有望开启第二增长曲线，预计 2024-2026 年营收分别为 42.53/47.64/54.18 亿元，

归母净利润分别为 3.46/4.38/5.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.61/0.78/1.03 元，维持“增持”评级。

❑ 风险提示

（1）行业竞争加剧风险；(2)新产品研发和技术替代风险；（3）行业监管及政策风险。

财务预测	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	4058.79	4253.08	4764.92	5418.46
同比	2.69%	4.79%	12.03%	13.72%
归母净利（百万元）	284.40	346.93	438.45	581.59
同比	-36.31%	21.99%	26.38%	32.65%
毛利率	54.06%	54.06%	53.98%	54.27%
ROE	9.24%	10.47%	12.13%	14.46%
每股收益（元）	0.50	0.61	0.78	1.03
PE	53.39	43.77	34.63	26.11
EV/EBITDA	29.43	29.62	24.42	19.65

资料来源：Wind、湘财证券研究所

附表 1 财务报表以及相应指标

利润表	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**3952.4**	**4058.8**	**4253.1**	**4764.9**	**5418.5**
减:营业成本	1862.1	1864.7	1953.7	2192.6	2477.7
营业税费	37.7	40.6	42.6	47.7	54.2
销售费用	920.0	1001.5	1113.2	1199.5	1309.9
管理费用	404.6	418.3	438.3	491.0	558.4
财务费用	34.8	49.1	12.0	15.5	17.9
研发费用	306.3	356.4	394.7	442.2	502.9
资产减值损失	-59.9	-116.7	-50.0	-50.0	-50.0
信用减值损失	-12.5	-13.4	-23.4	-23.4	-23.4
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资和汇兑收益	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
营业利润	**375.7**	**275.0**	**315.9**	**393.3**	**514.3**
加:营业外净收支	162.9	-26.5	-22.7	-22.7	-22.7
利润总额	**538.6**	**248.6**	**293.3**	**370.6**	**491.6**
减:所得税	47.9	52.7	50.8	64.2	85.2
净利润	**490.7**	**195.8**	**242.4**	**306.4**	**406.4**
减: 少数股东损益	44.2	-88.6	-104.5	-132.0	-175.2
归属母公司净利润	446.5	284.4	346.9	438.4	581.6
资产负债表	**2022**	**2023**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
货币资金	1003.2	786.0	986.0	1186.0	1486.0
交易性金融资产	0.0	30.0	30.0	30.0	30.0
应收帐款	568.6	478.2	501.1	561.4	638.4
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预付帐款	71.0	47.1	49.3	55.4	62.6
存货	665.1	632.4	677.6	757.3	851.8
其他流动资产	23.6	47.5	47.5	47.5	47.5
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	48.2	47.8	47.8	47.8	47.8
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1429.6	1693.0	2013.9	2301.1	2558.3
在建工程	88.8	107.4	100.9	95.6	91.4
无形资产	335.7	291.1	246.4	201.7	157.0
其他非流动资产	181.7	72.0	72.0	72.0	72.0
资产总额	**6195.5**	**5927.0**	**6416.5**	**6998.0**	**7683.6**
短期债务	195.4	89.9	563.9	1006.4	1482.7
应付帐款	315.1	286.8	335.7	361.7	405.2
应付票据	0.0	18.2	6.4	9.5	14.3
其他流动负债	19.5	23.5	21.5	21.5	22.2
长期借款	520.3	438.2	356.2	274.1	192.1
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	**2852.5**	**2456.3**	**2816.2**	**3228.9**	**3682.1**
少数股东权益	229.6	392.1	287.6	155.5	-19.6
股本	564.2	564.3	564.3	564.3	564.3
留存收益	1179.5	1351.0	1585.0	1885.8	2293.4
股东权益	3343.0	3470.7	3600.3	3769.1	4001.5
负债和股东权益合计	**6195.5**	**5927.0**	**6416.5**	**6998.0**	**7683.6**
现金流量表	**2022**	**2023**	**2024E**	**2025E**	**2026E**
经营活动产生现金流量	682.2	735.1	342.6	450.3	555.4
投资活动产生现金流量	-142.3	-370.9	-409.8	-457.5	-457.8
融资活动产生现金流量	-373.0	-406.2	267.2	207.3	202.3
现金流净额	160.0	-30.9	200.0	200.0	300.0

财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长性					
营业收入增长率	67.4%	2.7%	4.8%	12.0%	13.7%
净利润增长率	358.5%	-60.1%	23.8%	26.4%	32.6%
归母净利增长率	315.1%	-36.3%	22.0%	26.4%	32.6%
EBITDA增长率	112.1%	-10.8%	-0.6%	21.3%	24.3%
EBIT增长率	136.6%	-21.1%	1.2%	24.7%	30.2%
NOPLAT增长率	178.3%	-31.7%	6.1%	24.7%	30.2%
投资资本增长率	80.1%	1.4%	10.1%	9.4%	8.5%
净资产增长率	19.7%	3.8%	3.7%	4.7%	6.2%
利润率					
毛利率	52.9%	54.1%	54.1%	54.0%	54.3%
营业利润率	9.5%	6.8%	7.4%	8.3%	9.5%
净利润率	11.3%	7.0%	8.2%	9.2%	10.7%
EBITDA/营业收入	14.8%	12.8%	12.2%	13.2%	14.4%
EBIT/营业收入	10.4%	8.0%	7.7%	8.6%	9.8%
运营效率					
固定资产周转天数	103	138	157	163	161
流动营业资本周转天数	33	25	28	35	42
流动资产周转天数	179	199	188	189	194
应收帐款周转天数	53	64	59	58	57
存货周转天数	98	130	126	122	122
总资产周转天数	471	538	522	507	488
投资资本周转天数	293	289	303	296	283
投资回报率					
ROE	14.3%	9.2%	10.5%	12.1%	14.5%
ROA	7.2%	4.8%	5.4%	6.3%	7.6%
ROIC	11.6%	7.8%	7.6%	8.6%	10.3%
费用率					
销售费用率	23.3%	24.7%	26.2%	25.2%	24.2%
管理费用率	10.2%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
财务费用率	0.9%	1.2%	0.3%	0.3%	0.3%
三费/营业收入	34.4%	36.2%	36.8%	35.8%	34.8%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	41.4%	43.9%	46.1%	47.9%
负债权益比	85.3%	70.8%	78.2%	85.7%	92.0%
流动比率	1.4	1.6	1.3	1.2	1.1
速动比率	1.0	1.1	0.9	0.8	0.8
利息保障倍数	6.1	4.9	9.6	9.6	10.4
分红指标					
DPS(元)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
分红比率	25.3%	39.7%	39.7%	39.7%	39.7%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	1.5%

业绩和估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS(元)	0.8	0.5	0.6	0.8	1.0
BVPS(元)	5.5	5.5	5.9	6.4	7.1
PE(X)	34.0	53.4	43.8	34.6	26.1
PB(X)	4.9	4.9	4.6	4.2	3.8
P/FCF	-55.6	107.6	-301.9	3286.0	137.1
P/S	3.8	3.7	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	26.2	29.4	29.6	24.4	19.7
PEG	10.8	-147.1	199.1	131.3	80.0
ROIC/WACC	1.5	1.0	1.0	1.1	1.3

资料来源：Wind，湘财证券研究所

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。