

CGM 欧美布局顺利，二代获批将提升产品竞争力

核心要点：

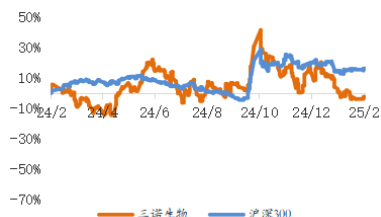
相关研究：

1.《营收平稳增长，费用提升影响利润》

2024.10.30

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	-8	-10	-11
绝对收益	-6	-15	9

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

CGM 欧洲经销商落地，欧洲市场未来可期

全资子公司三诺生物（香港）有限公司于 2024 年 11 月 29 日与 A. MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l. 签署了为期 7 年的《经销协议》，双方主要就 A. MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l. 在欧洲超过 20 个国家和地区以联合品牌的方式独家经销公司的第一代、第二代持续葡萄糖监测系统（iCan CGM System）定制型号等事项进行约定。未来，A. MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l. 将在欧洲医保市场大力推动公司 CGM 产品的准入、推广及销售工作。欧洲目前作为 CGM 的第二大市场，随着医保覆盖率的逐步提升和用户教育程度的不断成熟，其市场潜力将不断增长。此次战略合作借助 A. MENARINI DIAGNOSTICS 在欧洲的广泛销售渠道与丰富市场经验，有望大幅加速三诺生物 CGM 产品在欧洲市场的渗透和覆盖。

CGM 通过 FDA 510(k) 的受理审核，出海美国有望增厚公司利润

自主研发的“持续葡萄糖监测系统”产品已通过 FDA 510(k) 的受理审核（Acceptance Review）正式进入 510(k) 实质性审查阶段 Substantive Review。根据微泰医疗招股书显示，2020 年美国 CGM 市场规模达 27 亿美元（2015-2020 年 CAGR 为 26.7%），约占全球市场规模的 47%，位居全球首位。三诺生物在美国拥有 Trividia 和 PTS 两家美国子公司，其中 Trividia 深耕糖尿病领域三十余年，是美国最大的糖尿病患者零售渠道代理商，预计未来公司 CGM 产品若能顺利获得 FDA 批准将有望借助 Trividia 的渠道优势实现放量从而增厚公司利润。

自研二代 CGM 国内获批，更舒适便捷将提升产品竞争力

持续葡萄糖监测系统新产品已完成注册并收到了国家药品监督管理局颁发的《中华人民共和国医疗器械注册证》，该产品由传感器套装（含探头）组成，配合持续葡萄糖监测系统应用程序或持续葡萄糖监测系统管理软件使用，可用于糖尿病成年患者（≥18 岁）的组织液葡萄糖水平的连续或定期监测，分别满足家庭环境、医疗机构的使用需求，使用时间最长分别为 15 天、8 天。公司 CGM 新获证产品主要在便携性、舒适性两方面进行了升级，以提升用户体验，相较于一代产品：公司持续葡萄糖监测系统新获证产品采用一体式植入，无需组装，用户佩戴过程更简单，同时优化了产品尺寸能够带给客户更好的使用体验从而提升产品竞争力。

投资建议

公司 CGM 产品欧美布局顺利，有望开启第二增长曲线，自研二代 CGM 获批将提升产品竞争力。基于公司 CGM 产品销售超此前预期，我们上调公司 2024-2026 年营收分别为 43.33/49.00/56.49 亿元（此前为 42.53/47.64/54.18 亿元），归母净利润分别为 3.64/4.67/5.94 亿元（此前为 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

行业竞争加剧风险；新产品研发和技术替代风险；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	4333.08	4900.92	5649.66
同比	2.69%	6.76%	13.10%	15.28%
归母净利（百万元）	284.40	364.60	467.35	594.75
同比	-36.31%	28.20%	28.18%	27.26%
毛利率	54.06%	54.06%	54.09%	54.42%
ROE	9.24%	10.95%	12.79%	14.64%
每股收益（元）	0.50	0.65	0.83	1.05
PE	44.90	35.02	27.32	21.47
EV/EBITDA	24.79	19.45	15.79	12.92

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	财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3952.4	4058.8	4333.1	4900.9	5649.7	成长性					
减:营业成本	1862.1	1864.7	1990.5	2250.0	2574.9	营业收入增长率	67.4%	2.7%	6.8%	13.1%	15.3%
营业税费	37.7	40.6	43.4	49.0	56.5	净利润增长率	358.5%	-60.1%	86.2%	28.2%	27.3%
销售费用	920.0	1001.5	1112.5	1209.3	1365.8	归母净利增长率	315.1%	-36.3%	28.2%	28.2%	27.3%
管理费用	404.6	418.3	424.9	456.0	497.5	EBITDA增长率	112.1%	-10.8%	27.5%	23.2%	22.2%
财务费用	34.8	49.1	10.6	11.1	9.7	EBIT增长率	136.6%	-21.1%	46.4%	26.3%	25.5%
研发费用	306.3	356.4	380.5	430.4	496.1	NOPLAT增长率	178.3%	-31.7%	53.6%	26.3%	25.5%
资产减值损失	-59.9	-116.7	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	80.1%	1.4%	10.6%	9.7%	8.9%
信用减值损失	-12.5	-13.4	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	19.7%	3.8%	7.3%	8.7%	10.1%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利润率					
投资和汇兑收益	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	毛利率	52.9%	54.1%	54.1%	54.1%	54.4%
营业利润	375.7	275.0	463.7	588.0	742.1	营业利润率	9.5%	6.8%	10.7%	12.0%	13.1%
加:营业外净收支	162.9	-26.5	-22.7	-22.7	-22.7	净利率	11.3%	7.0%	8.4%	9.5%	10.5%
利润总额	538.6	248.6	441.0	565.3	719.4	EBITDA/营业收入	14.8%	12.8%	15.3%	16.7%	17.7%
减:所得税	47.9	52.7	76.4	98.0	124.7	EBIT/营业收入	10.4%	8.0%	10.9%	12.2%	13.3%
净利润	490.7	195.8	364.6	467.4	594.8	运营效率					
减:少数股东损益	44.2	-88.6	0.0	0.0	0.0	固定资产周转天数	103	138	154	158	155
归属母公司净利润	446.5	284.4	364.6	467.4	594.8	流动营业资本周转天	33	25	29	37	44
资产负债表	2022	2023	2024E	2025E	2026E	流动资产周转天数	179	199	185	186	189
货币资金	1003.2	786.0	986.0	1186.0	1486.0	应收账款周转天数	53	64	59	57	57
交易性金融资产	0.0	30.0	30.0	30.0	30.0	存货周转天数	98	130	125	122	121
应收账款	568.6	478.2	510.5	577.4	665.7	总资产周转天数	471	538	514	495	471
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	293	289	299	290	274
预付账款	71.0	47.1	50.3	56.8	65.0	投资回报率					
存货	665.1	632.4	690.4	777.1	885.3	ROE	14.3%	9.2%	10.9%	12.8%	14.6%
其他流动资产	23.6	47.5	47.5	47.5	47.5	ROA	7.2%	4.8%	5.7%	6.6%	7.7%
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	11.6%	7.8%	10.9%	12.5%	14.4%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	费用率					
长期股权投资	48.2	47.8	47.8	47.8	47.8	销售费用率	23.3%	24.7%	25.7%	24.7%	24.2%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	10.2%	10.3%	9.8%	9.3%	8.8%
固定资产	1429.6	1693.0	2013.9	2301.1	2558.3	财务费用率	0.9%	1.2%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	88.8	107.4	100.9	95.6	91.4	三费/营业收入	34.4%	36.2%	35.7%	34.2%	33.2%
无形资产	335.7	291.1	246.4	201.7	157.0	偿债能力					
其他非流动资产	181.7	72.0	72.0	72.0	72.0	资产负债率	46.0%	41.4%	42.2%	42.5%	42.5%
资产总额	6195.5	5927.0	6439.9	7035.7	7747.4	负债权益比	85.3%	70.8%	73.0%	73.9%	73.9%
短期债务	195.4	89.9	458.7	758.3	1077.1	流动比率	1.4	1.6	1.4	1.3	1.3
应付账款	315.1	286.8	342.0	371.2	421.1	速动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
应付票据	0.0	18.2	6.5	9.8	14.9	利息保障倍数	6.1	4.9	14.5	15.7	17.4
其他流动负债	19.5	23.5	21.5	21.5	22.2	分红指标					
长期借款	520.3	438.2	356.2	274.1	192.1	DPS(元)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	25.3%	39.7%	39.7%	39.7%	39.7%
负债总额	2852.5	2456.3	2717.4	2990.6	3293.0	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.5%	1.8%
少数股东权益	229.6	392.1	392.1	392.1	392.1	业绩和估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	564.2	564.3	564.3	564.3	564.3	EPS(元)	0.8	0.5	0.6	0.8	1.1
留存收益	1179.5	1351.0	1602.7	1925.4	2334.7	BVPS(元)	5.5	5.5	5.9	6.5	7.2
股东权益	3343.0	3470.7	3722.5	4045.1	4454.4	PE(X)	28.6	44.9	35.0	27.3	21.5
负债和股东权益合计	6195.5	5927.0	6439.9	7035.7	7747.4	PB(X)	4.1	4.1	3.8	3.5	3.1
现金流量表	2022	2023	2024E	2025E	2026E	P/FCF	-46.7	90.5	237.1	84.7	46.8
经营活动产生现金流	682.2	735.1	444.3	593.2	713.5	P/S	3.2	3.1	2.9	2.6	2.3
投资活动产生现金流	-142.3	-370.9	-407.6	-455.1	-455.1	EV/EBITDA	22.1	24.8	19.4	15.8	12.9
融资活动产生现金流	-373.0	-406.2	163.2	61.8	41.6	PEG	9.1	-123.7	124.2	96.9	78.8
现金流净额	160.0	-30.9	200.0	200.0	300.0	ROIC/WACC	1.5	1.0	1.4	1.6	1.9

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。