

业绩有所承压，CGM有望进一步放量

核心要点：

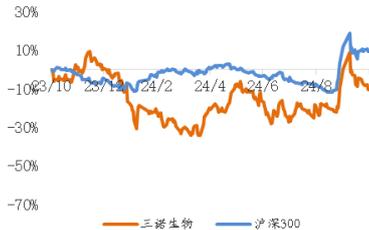
相关研究：

1.《CGM欧美布局顺利，二代获批将提升产品竞争力》

2025.02.08

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

2024年增长平稳，2025Q1业绩有所承压

近期公司发布了2024年年报及2025一季报，根据财报数据，2024年公司实现营业收入44.43亿元(+9.47%)；实现归母净利润3.26亿元(+14.73%)；实现扣非归母净利润2.95亿元(+0.65%)。2024年四季度单季，公司实现营业收入12.61亿元(+23.22%)；实现归母净利润0.71亿元(+310.96%)。

2025年Q1，公司实现营业收入10.42亿元(+2.76%)；实现归母净利润0.72亿元(-10.90%)；实现扣非归母净利润0.67亿元，同比下降13.84%。

销售费用提升明显，毛利率与净利率均有所下降

根据Wind数据，2025年Q1公司毛利率同比下降2.04个百分点至48.69%，判断主要受原材料价格波动及产品结构变化影响，净利率7.81%，下降1.23个百分点。销售费用率上升3.12个百分点至27.7%，判断系市场推广投入增加所致；管理费用率保持稳定，研发费用率同比下降2.38个百分点至7.05%，反映研发支出阶段性收缩。财务费用率提升0.45个百分点至0.53%。

血糖监测系统增长稳健，其他地区营收大幅增长

根据公司年报，2024年血糖监测系统业务作为核心业务表现亮眼，全年实现收入33.2亿元(+15.6%)，毛利率达60.2%；血压计收入增长10.6%至1.2亿元；iPOCT监测系统收入1.86亿元(+9.11%)；糖尿病护理产品收入2.62亿元(-6.04%)；血脂检测系统收入2.44(-4.97%)；糖化血红蛋白业务收入1.82亿元(-7.31%)。分地区看，中国区实现营收25.78亿元同比增长9.81%，美国区实现营业收入13.80亿元同比下降2.68%，其他地区实现营业收入4.85亿元，同比增长65.51%。

研发投入持续提升，CGM血糖监测产线有望继续放量

根据公司年报，公司国际化布局取得突破，海外子公司Trividia实现收入与市占率双增长，推动海外收入占比提升至42.0%。研发投入持续聚焦核心领域，2024年全年研发费用3.75亿元，占公司总营收的8.44%为后续产品迭代蓄力。公司连续血糖监测产品优势显著，随着二代产品的研发推进及海外市场准入的持续拓展（包括欧盟MDR认证覆盖2岁及以上人群、FDA进入实质性审查阶段）公司CGM血糖监测产线有望进一步放量。

投资建议

公司短期业绩承压，长期看CGM有望开启第二增长曲线。由于2024年业绩不及预期，我们调降2025-2026年营收预测至48.98/53.64亿元（原预测49.00/56.49亿元），新增2027年营收预测58.44亿元；调降2025-2026年归母净利至4.33/5.12亿元（原预测4.67/5.95亿元），新增2027年归母净利预测5.96亿元，对应EPS分别为0.77/0.91/1.06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	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4443	4898	5364	5844
同比	9.47%	10.24%	9.52%	8.93%
归母净利 (百万元)	326	433	512	596
同比	14.73%	32.76%	18.26%	16.28%
毛利率	54.88%	54.88%	55.14%	55.35%
ROE	9.72%	11.81%	12.76%	13.49%
每股收益 (元)	0.58	0.77	0.91	1.06
PE	35.73	26.91	22.76	19.57
EV/EBITDA	18.55	15.89	13.71	12.02

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 财务报表以及相应指标 (单位: 百万元)

利润表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4058.8	4443.1	4898.0	5364.3	5843.5	成长性					
减: 营业成本	1885.5	2004.7	2210.1	2406.4	2608.9	营业收入增长率	2.7%	9.5%	10.2%	9.5%	8.9%
营业税费	40.6	44.1	48.7	53.3	58.0	净利润增长率	-60.1%	76.6%	33.0%	18.3%	16.3%
销售费用	980.6	1191.8	1338.3	1465.7	1596.6	归母净利增长率	-36.3%	14.7%	32.8%	18.3%	16.3%
管理费用	418.3	405.5	432.4	446.7	457.4	EBITDA增长率	-10.8%	20.0%	16.8%	15.9%	14.0%
财务费用	49.1	20.1	-0.2	-2.5	-8.3	EBIT增长率	-21.1%	29.3%	28.6%	17.9%	15.4%
研发费用	356.4	375.0	398.7	425.9	458.1	NOPLAT增长率	-31.7%	43.6%	25.2%	17.9%	15.4%
资产减值损失	-116.7	-74.4	-10.0	-10.0	-10.0	投资资本增长率	1.4%	1.7%	10.5%	4.7%	4.8%
信用减值损失	-13.4	-28.4	-28.4	-28.4	-28.4	净资产增长率	3.8%	8.6%	8.9%	9.2%	9.8%
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	0.7	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	毛利率	53.5%	54.9%	54.9%	55.1%	55.4%
营业利润	275.0	399.0	539.2	637.8	741.7	营业利润率	6.8%	9.0%	11.0%	11.9%	12.7%
加: 营业外净收支	-26.5	-3.7	0.6	0.6	0.6	净利润率	7.0%	7.3%	8.8%	9.6%	10.2%
利润总额	248.6	395.3	539.8	638.4	742.4	EBITDA/营业收入	12.8%	14.1%	14.9%	15.8%	16.5%
减: 所得税	52.7	49.4	79.9	94.5	109.9	EBIT/营业收入	8.0%	9.4%	11.0%	11.8%	12.6%
净利润	195.8	345.9	459.9	543.9	632.5	运营效率					
减: 少数股东损益	-88.6	19.6	26.7	31.6	36.7	固定资产周转天数	138	134	124	122	118
归属母公司净利润	284.4	326.3	433.2	512.3	595.7	流动营业资本周转天数	25	28	40	43	47
资产负债表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	流动资产周转天数	199	182	184	184	187
货币资金	786.0	844.7	944.7	1027.4	1281.3	应收账款周转天数	64	62	65	65	65
交易性金融资产	30.0	110.0	110.0	110.0	110.0	存货周转天数	129	123	120	121	121
应收账款	478.2	620.3	683.8	748.9	815.7	总资产周转天数	538	487	462	446	434
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	289	268	269	257	247
预付账款	47.1	47.1	52.0	56.6	61.3	投资回报率					
存货	632.4	662.8	740.1	799.8	867.8	ROE	9.2%	9.7%	11.8%	12.8%	13.5%
其他流动资产	47.5	54.7	54.7	54.7	54.7	ROA	4.8%	5.4%	6.7%	7.5%	8.2%
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	7.8%	11.1%	12.6%	14.1%	15.6%
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	47.8	14.9	14.9	14.9	14.9	销售费用率	24.2%	26.8%	27.3%	27.3%	27.3%
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	10.3%	9.1%	8.8%	8.3%	7.8%
固定资产	1693.0	1622.5	1757.4	1867.0	1962.7	财务费用率	1.2%	0.5%	0.0%	0.0%	-0.1%
在建工程	107.4	210.9	251.5	283.9	309.9	三费/营业收入	35.7%	36.4%	36.2%	35.6%	35.0%
无形资产	291.1	264.5	237.9	211.3	184.7	偿债能力					
其他非流动资产	72.0	25.1	25.1	25.1	25.1	资产负债率	41.4%	38.2%	36.7%	34.2%	32.5%
资产总额	5927.0	6097.6	6487.1	6810.5	7294.9	负债权益比	70.8%	61.8%	58.0%	51.9%	48.2%
短期债务	89.9	130.1	260.7	130.1	130.1	流动比率	1.5	1.4	1.5	1.7	1.8
应付账款	286.8	341.9	362.4	390.4	432.0	速动比率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.4
应付票据	18.2	3.9	8.5	12.4	9.5	利息保障倍数	4.9	8.8	24.3	28.6	35.7
其他流动负债	121.1	136.6	92.4	116.7	115.2	分红指标					
长期借款	438.2	0.1	0.1	0.1	0.1	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	39.7%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%
负债总额	2456.3	2327.9	2381.7	2326.0	2372.8	股息收益率	1.0%	1.1%	1.4%	1.7%	1.9%
少数股东权益	392.1	411.9	438.6	470.2	506.9	业绩和估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
股本	564.3	564.3	564.3	564.3	564.3	EPS(元)	0.5	0.6	0.8	0.9	1.1
留存收益	1351.0	1609.5	1918.6	2266.1	2666.9	BVPS(元)	5.5	6.0	6.5	7.1	7.8
股东权益	3470.7	3769.6	4105.4	4484.5	4922.1	PE(X)	41.0	35.7	26.9	22.8	19.6
负债和股东权益合计	5927.0	6097.6	6487.1	6810.5	7294.9	PB(X)	3.8	3.5	3.2	2.9	2.6
现金流量表	2023	2024	2025E	2026E	2027E	P/FCF	82.6	37.4	92.2	31.5	26.4
经营活动产生现金流量	735.1	631.3	422.0	704.9	769.7	P/S	2.9	2.6	2.4	2.2	2.0
投资活动产生现金流量	-370.9	-175.0	-328.7	-329.1	-329.2	EV/EBITDA	22.3	18.6	15.9	13.7	12.0
融资活动产生现金流量	-406.2	-384.3	6.7	-293.0	-186.6	PEG	-112.9	242.5	82.1	124.6	120.2
现金流净额	-30.9	62.8	100.0	82.7	253.9	ROIC/WACC	1.0	1.4	1.6	1.8	1.9

资料来源: 天软、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。