



公司研究 | 深度报告 | 三诺生物 (300298.SZ)

血糖监测龙头奋楫 CGM 蓝海，技术与渠道 双核驱动

报告要点

三诺生物作为国产血糖监测龙头,BGM 业务维持稳健增长,截至 2024 年底零售市场份额 50%。2023 年公司自主研发的三代传感技术 CGM 上市销售,CGM 业务有望成为第二增长曲线。CGM 市场具有规模大、壁垒高等特点,国产替代与渗透率提高成为主要趋势。国内方面,公司在血糖监测领域长期建立了渠道优势与品牌基础,有望在短期凭借性价比迅速占领市场,中长期以产品迭代持续增长。海外方面,公司 CGM 产品已在多个国家上市,未来有望协同海外子公司进军欧美等主流市场。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005

SFC: BUZ392



徐晓欣

SAC: S0490522120001

三诺生物 (300298.SZ)

血糖监测龙头奋楫 CGM 蓝海, 技术与渠道双核驱动

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

深耕血糖监测二十年, BGM 基本盘稳定增长, CGM 开启第二成长曲线

全球 BGM 市场成熟稳定, 2016-2022 年全球 BGM 市场规模的增速稳定在 5%-7%, 未来预计维持个位数增长主要是由于糖尿病患者数据增加、渗透率仍有较大提升空间。截至 2024 年底三诺的血糖监测产品占据国内零售市场近 50% 的市场份额, 拥有超 2200 万用户, 覆盖超 3800 家等级医院、超过 22 万家药店及健康服务终端、1w 多家社区医院及乡镇医院, 业务覆盖 20 多家主流电商平台。从销售数据看, 三诺在 2024 年 618 大促中稳居天猫血糖类目 Top1, 医疗器械品牌 Top5, 电商全渠道销售额破 2 亿。

CGM 市场规模大、壁垒高, 国产替代+渗透率提升打开市场天花板

CGM 技术可提供连续、全天候的血糖信息, 是传统血糖监测方法的有效补充, 相较于 BGM, 使用 CGM 能加强患者的血糖控制。**CGM 市场规模快速增长, CGM 替代 BGM 趋势已显现。**从全球 CGM 市场规模看, CGM 的全球市场规模从 2015 年的 17 亿美元增长至 2020 年的 57 亿美元, CAGR 为 28.2%。从 CGM 和 BGM 占比看, 2015 年 CGM/BGM 占比约 10%/90%, 2020 年 CGM/BGM 占比提升至约 20%/80%。

国产替代与渗透率提升是未来趋势: 2020 年 CGM 在中国、美国、欧洲的 I 型糖尿病患者中渗透率分别 6.9%/25.8%/18.2%, 中国 CGM 渗透率显著低于欧美国家。全球 CGM 市场中 Abbott (雅培)、Dexcom (德康)、Medtronic (美敦力) 三大公司占据主导地位。2020 年雅培、德康、美敦力占据全球 CGM 市场份额分别为 50%、30%、10%。2021 年起国产优质 CGM 产品陆续获批, 微泰、三诺、鱼跃等国产血糖监测厂商纷纷入局, 凭借性价比突出重围, 打破国内 CGM 市场长期外资垄断的格局。

CGM 第二曲线放量可期: 技术+渠道优势凸显, 海内外市场大有可为

国内市场: 公司在零售市场拥有长期建立的渠道优势和用户基础, 截至 2024 年底, 公司与超过 4000 家经销商合作, 覆盖超过终端药店 22 万家, 线上渠道销售稳居血糖类目第一。公司从早期开始重点开拓血糖监测 OTC 市场, 十余年的 OTC 渠道积累为 CGM 打下坚实基础。

海外市场: 发挥跨境电商与海外子公司协同优势。公司 CGM 产品已在欧盟、东南亚多个国家获批上市, 美国 FDA 进入临床试验收官阶段。1) 跨境电商: 主流国际电商平台均有店铺。2) 海外子公司协同: PTS 和 Trividia 的海外经验, 逐步建立国际营销体系。3) 欧洲独家经销商: 2024 年 12 月公司与意大利公司 A Menarini Diagnostics 签订欧洲超过 20 个国家以联合品牌的方式独家销售。

盈利预测: 三诺生物为血糖监测龙头企业, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.32、5.42 和 6.58 亿元, 对应的 PE 分别为 27、22 和 18 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 1、海外销售不及预期风险;
- 2、市场竞争加剧风险;
- 3、新产品研发进度不及预期风险;
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	20.97
总股本(万股)	56,427
流通A股/B股(万股)	45,530/0
每股净资产(元)	5.86
近12月最高/最低价(元)	35.46/19.32

注: 股价为 2025 年 6 月 20 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

三诺生物：国产血糖监测龙头迎来新机遇.....	6
立足血糖监测优势，稳步扩大业务版图	6
治理架构清晰，知识产权体系完善	7
BGM 基本盘稳健增长，收入稳定增长	9
全球 CGM 市场空间广阔，国产厂商突出重围	12
CGM 技术解决传统血糖监测痛点，有望成为主流.....	12
市场规模大，国内渗透率仍有提升空间	14
行业壁垒高，技术研发与规模生产是难点.....	16
未来趋势：国产替代提速，国内渗透率提升	18
三诺爱看：产品+渠道双轮驱动	21
中国市场快速放量	21
海外市场发力在即	22
POCT 业务持续开拓，创新产品蓄势待发	26
风险提示.....	28

图表目录

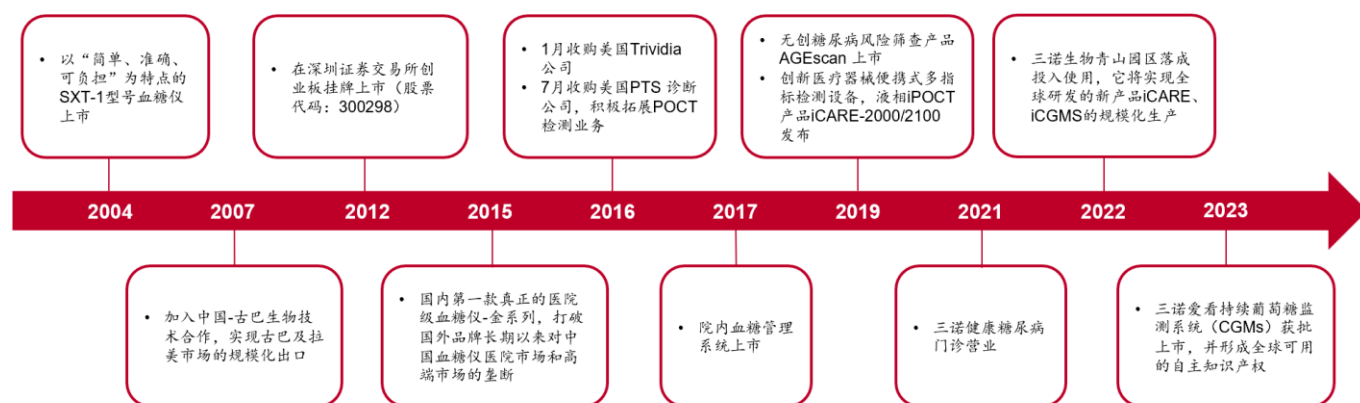
图 1：三诺生物发展历程	6
图 2：公司产品矩阵	7
图 3：公司股权架构	8
图 4：2018-2024 年公司营业收入及增速.....	8
图 5：2018-2024 年公司归母净利润及增速	8
图 6：2018-2024 年公司毛利率和净利率.....	9
图 7：2018-2024 年公司研发人员数量及占比	9
图 8：2018-2024 年公司研发投入金额及占比	9
图 9：2016-2022 年全球 BGM 与 CGM 市场规模及增速.....	10
图 10：2018-2024 年公司分业务收入拆分（单位：亿元）	10
图 11：2022 年天猫/淘宝血糖系列销售格局	11
图 12：CGM 产品构成	12
图 13：BGM 和 CGM 数据差异对比	13
图 14：胰岛素治疗不足的 2 型糖尿病成年人 CGM 在改善血糖控制和其他关键健康参数方面的 12 个月影响优于 BGM	13
图 15：2024 年全球糖尿病患者分布图	14
图 16：全球和中国糖尿病患者人数（百万人）	14
图 17：CGM 全球市场规模（十亿美元）	14
图 18：血糖监测市场中 CGM 与 BGM 占比	14
图 19：2020 年和 2030E CGM 在美国、欧盟 5 国和中国的渗透率	16
图 20：CGM 传感器工作原理	17

图 21: CGM 传感器工作电极基本结构	17
图 22: CGM 传感器算法处理	18
图 23: 中国 CGM 产品获批历程	19
图 24: 2020 年全球 CGM 市场竞争格局	19
图 25: 2020 年中国 CGM 市场竞争格局	19
图 26: 德康 CGM 产品迭代下 MARD 值变化	20
图 27: CGM+GLP-1 降低 HbA1c 水平效果更好	20
图 28: GLP-1 驱动了 CGM 产品的使用	20
图 29: 零售渠道经销商数量 (家)	21
图 30: 覆盖终端药店数量 (万家)	21
图 31: 公司用户数量情况 (万人)	22
图 32: 2021-2024 年公司产品覆盖等级医院的数量 (家)	22
图 33: 主要厂商 2022 年天猫/淘宝血糖系列销售额 (亿元)	22
图 34: 美国子公司 Trividia 主要产品	23
图 35: 2018-2024 年德康收入及增速	24
图 36: 2024 年德康收入按区域拆分	24
图 37: 2018-2024 年雅培 CGM 收入及增速	24
图 38: Menarini Diagnostics 糖尿病产品布局	25
图 39: 公司旗下 POCT 产品线	26
表 1: 目前主流 CGM 产品性能参数及价格比较	11
表 2: 常用血糖监测方式的特点及临床应用	12
表 3: 美国 CGM 医保政策	15
表 4: 欧洲 CGM 医保政策	15
表 5: CGM 传感器技术路线梳理	16
表 6: 不同 CGM 产品外膜材料对比	17
表 7: 主要酶固定技术梳理	18
表 8: 原有 BGM 用户转化为 CGM 的花费比较	19
表 9: iCARE-1300 模块特点及优势	27
表 10: 公司收入和利润的敏感性分析	28

三诺生物：国产血糖监测龙头迎来新机遇 立足血糖监测优势，稳步扩大业务版图

深耕血糖监测领域，加快国际化布局。公司成立于 2002 年，首款血糖仪 SXT-1 于 2004 年上市，随后陆续推出“安稳型”、“安准型”血糖仪及配套试条，引领国内血糖监测市场；2015 年国内首款自研医院级血糖仪“金系列”问世，打破长期以来国际品牌在国内医院级和高端血糖仪市场的垄断地位；2016 年公司先后收购美国 Trividia、PTS 公司，进军国际血糖监测市场。2023 年 3 月全球首个应用第三代葡萄糖传感制备技术的三诺爱看持续血糖监测系统（CGM）在中国获批上市；9 月获欧盟 MDR 认证上市；2024 年 12 月公司与 A Menarini Diagnostics 签订在欧洲联合品牌独家经销 CGM 产品。

图 1：三诺生物发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

以血糖为核心，构建多指标检测产品体系。公司已经实现了从单一血糖指标向血糖、血脂、糖化血红蛋白、尿酸、尿微量白蛋白等围绕糖尿病及相关慢性病的多指标检测系统的转变。公司产品根据应用场景可分为家用医疗产品、等级医院专业产品、基层医疗专业产品和糖尿病医疗健康服务。

- 1) 家用医疗产品：**多系列血糖监测产品，血糖尿酸双功能测试仪，臂式、隧道式血压计等；境外子公司 PTS 拥有的糖化血红蛋白检测系统，Trividia 拥有的“TRUE”系列血糖监测产品和糖尿病辅助产品（糖尿病皮肤护理产品、纤维药片和综合维他命等）。
- 2) 等级医院专业产品：**医用血糖监测产品，iPOCT 检测系统（含分析仪及配套检测试剂或者配套检测试条），院内外一体化糖尿病管理。
- 3) 基层医疗专业产品：**iCARE 便携式全自动多功能检测仪、PCH 便携式糖化血红蛋白分析仪、PABA 便携式全自动生化分析仪等系列糖尿病及相关慢病检测产品。
- 4) 糖尿病医疗健康服务：**公司旗下三诺健康糖尿病门诊为糖尿病、肥胖症、高尿酸症等代谢性疾病患者提供慢性疾病系统评估、规范治疗、全病程院内外健康管理、知识教育和心理咨询等服务。

图 2：公司产品矩阵



资料来源：公司公告，长江证券研究所（截至 2024 年年报）

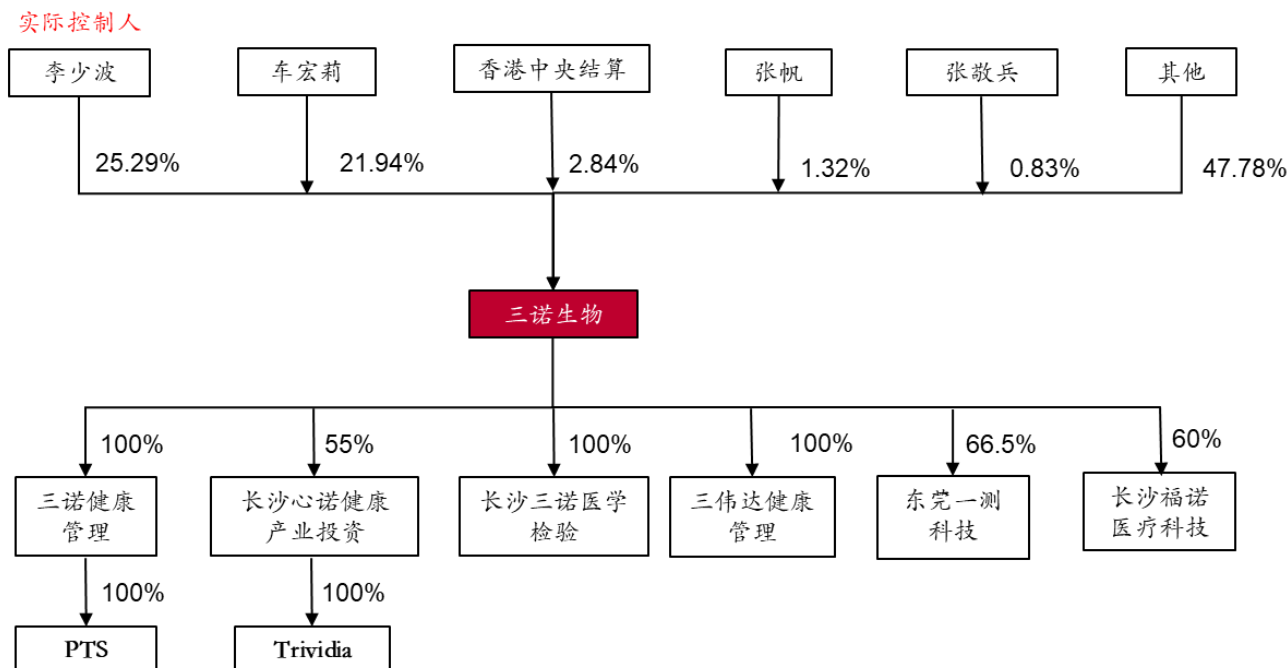
治理架构清晰，知识产权体系完善

股权结构清晰，截至 2025Q1 公司实控人李少波持有公司 25.29%股份，自 2002 年起担任公司董事长、总经理职务。全资子公司三诺健康、控股子公司心诺健康分别持有美国 PTS、Trividia 100%股权。

1) **PTS**: 2016 年 4 月全资子公司三诺健康以 1.1 亿美元的现金支付收购 PTS 公司 100% 股权。PTS 公司是一家全球化的 POCT 诊断解决方案供应商，旗下产品包括 CardioChek®系列血脂、血糖分析监测设备和 A1CNow®系列糖化血红蛋白 (HbA1c) 监测仪等。

2) **Trividia**: 2016 年 1 月控股公司心诺健康以 2.738 亿美元收购 Trividia 100%股权。Trividia 是全球领先的血糖仪企业，主营业务为血糖监测系统和其他糖尿病辅助产品，拥有“TRUE”品牌的系列产品。

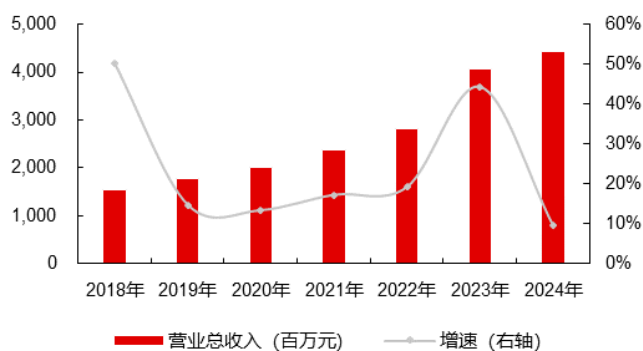
图 3：公司股权架构（截至 2025Q1）



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

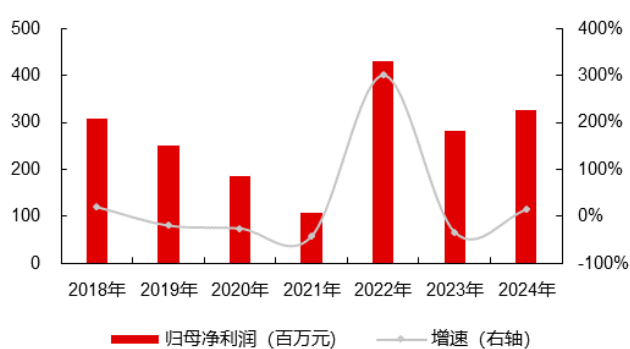
收入增长稳定，2018-2024 年公司营业收入由 15.51 亿增长至 44.43 亿，CAGR 为 19.18%；其中 2023 年收入同比增长 44.26%，主要受美国子公司 Trivida 并表影响，扣除后同比增长 2.69%。

图 4：2018-2024 年公司营业收入及增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

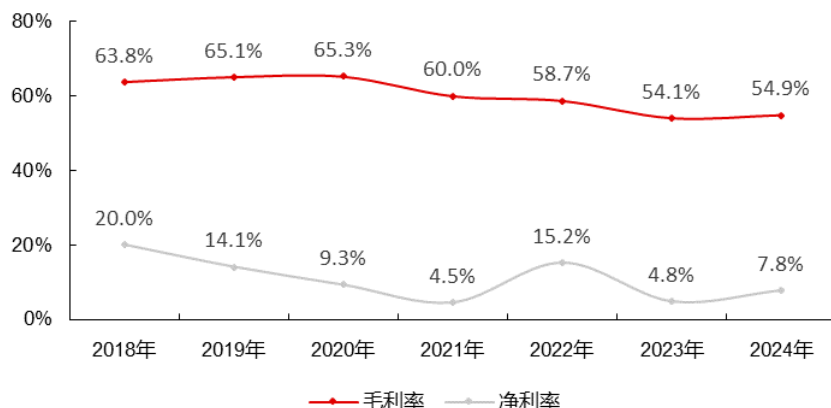
图 5：2018-2024 年公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

降本增效成果显现，2024 年毛利率略有提升。受益于规模效应和自动化程度高，近年来公司整体毛利率保持较高水平。自 2023H2 起公司实施降本增效，精细化运营降低血糖监测产品的采购、生产等成本，2024 公司血糖监测产品毛利率为 60.18%，较上年同期增长 1.11%。

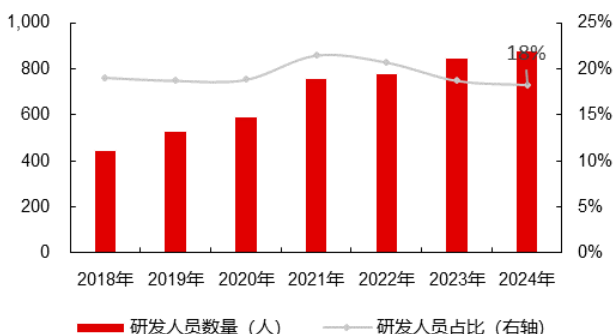
图 6：2018-2024 年公司毛利率和净利率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

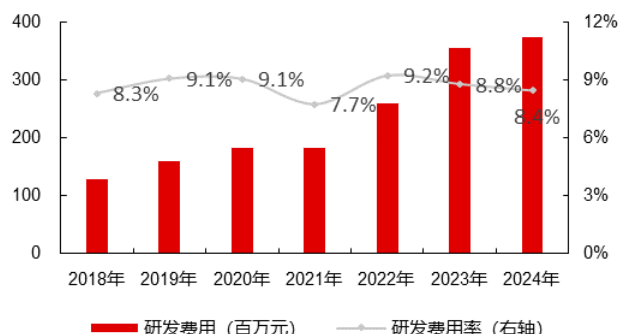
注重研发创新，研发成果逐步显现。公司持续加大研发投入，探索“生物传感+人工智能+医疗”新模式，实现“感知+评估+干预”的糖尿病智慧管理闭环。截至 2024 年底，公司研发费用为 3.75 亿元，占总营收的比例为 8.4%。在研发平台方面，公司实现了从电化学平台向光化学平台、荧光免疫平台、液相生化技术平台、凝血技术平台、化学发光技术平台以及基于互联网大数据的智慧医疗平台的延伸，构建了基于个人手上实验室（PPL）、精准桌面实验室（PDL）和精准可穿戴系统（PWS）的研发产品线。

图 7：2018-2024 年公司研发人员数量及占比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 8：2018-2024 年公司研发投入金额及占比



资料来源：iFinD，长江证券研究所

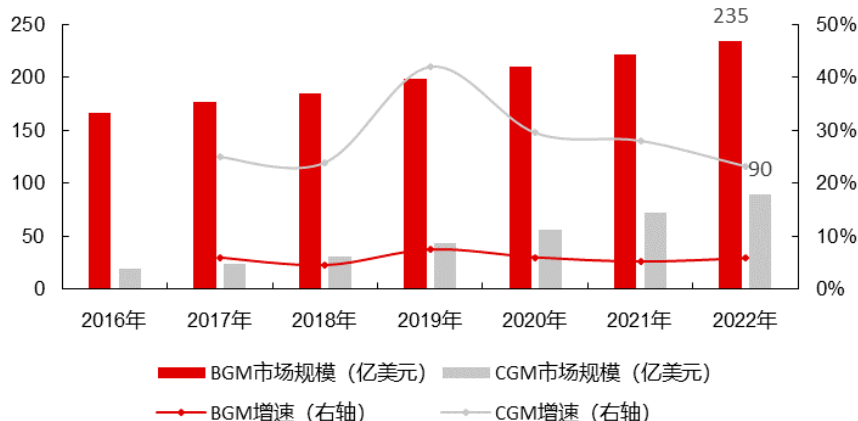
重视知识产权保护和布局，具备完善的知识产权体系。截至 2024 年底，公司累计获得中国授权专利 319 项和软件著作权 159 项，其中发明专利 94 项，实用新型专利 172 项；累计获得海外专利 17 项和海外外观设计 9 项。公司全资子公司 PTS 累计获得授权专利 156 项，其中中国专利 14 项，美国专利 41 项；公司控股子公司 Trividia 累计获得授权专利 281 项，其中中国专利 5 项，美国专利 51 项。

BGM 基本盘稳健增长，收入稳定增长

全球 BGM 市场成熟稳定，近年来维持个位数增速。BGM 市场经历几十余年发展，目前已经步入稳定个位数增长的阶段，2016-2022 年全球 BGM 增速稳定在 5%-7%。我们认为虽然整体市场饱和度已经达到较高的水平，但仍能长期保持稳定增速的原因：1) 老龄

化背景下糖尿病患者数量不断增加；2）渗透率仍有提升空间，国内糖尿病知晓率不断提升；3）市场教育提升患者检测意识，推动低频用户转化为高频用户。

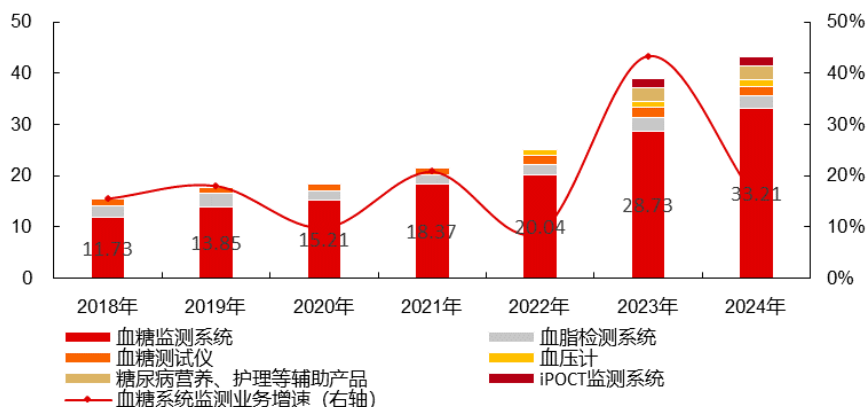
图 9：2016-2022 年全球 BGM 与 CGM 市场规模及增速



资料来源：观研天下数据中心，长江证券研究所

血糖监测产品为公司核心收入来源，2024 年占比约 75%，2018-2022 年血糖监测产品（主要为 BGM 产品）收入由 11.73 亿元增长至 20.04 亿元，CAGR 为 14.33%；2023 年 4 月新产品“三诺爱看”持续血糖监测系统（CGM）获批上市，2023 年包含 CGM 在内的血糖监测产品实现收入 28.73 亿元，2024 年血糖监测产品实现收入 33.21 亿元，同比增长 15.58%，高于行业增速。

图 10：2018-2024 年公司分业务收入拆分（单位：亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

BGM 产品系列丰富，性价比优势凸显：1）多系列产品满足差异化需求：根据仪器功能、适用人群、针头粗细、试纸性能等方面的差异，公司 BGM 产品分为 GA 系列、安稳+系列、优系列、金系列、真睿系列等多个系列。**2）性能对标国际品牌：**公司高端系列产品采用低痛针、黄金电极试纸，脱氢酶技术，在性能指标和用户体验上与强生、雅培等国际品牌无明显差距。**3）价格带宽且远低于进口品牌：**对比进口品牌 300-500 元的价格带，公司各系列 BGM 产品价格区间在 100-300 元之间（按仪器+100 条试纸计算），且一次性试条单价仅为进口试条的 1/2，具有极高的性价比优势。

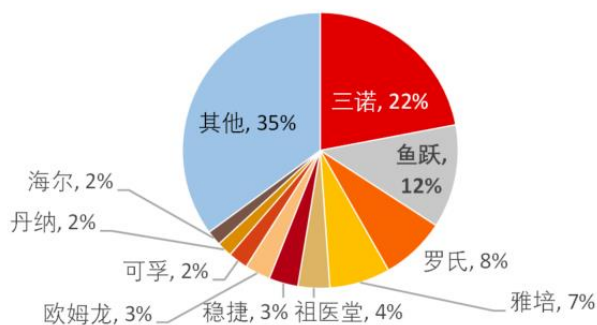
表 1：目前主流 CGM 产品性能参数及价格比较

国产/进口	公司	产品	检测范围 (mmol/L)	检测时间 (s)	血量 (pl)	记忆容量 (组)	仪器+100 片试纸 价格 (元)	试纸 单价(元)
进口	雅培	至新	1.1-27.8	5	0.6	1000	398	2.38
	强生	稳捷智优	1.1-33.3	5	0.4	600	519	3.03
	罗氏	智航	0.6-33.3	4	0.6	720	428	1.99
		逸智	0.6-33.3	4	0.6	720	269	1.58
	欧姆龙	631A	1.1-33.3	5	0.5	1000	220	2.72
国产	三诺	GA-3	1.1-33.3	10	0.6	200	76	0.63
		优稳	1.1-33.3	5	1		329	1.79
		金稳	1.1-33.3	5	0.8	500	190.	1.35
		安穩+	1.1-33.3	5	0.6	720	85	0.79
	鱼跃	590	0.6-33.3	8	1	250	159	1.19
		660	0.6-33.3	5	0.8	500	158	1.16
		580	0.6-33.3	8	1	250	139	1.19
	微泰	倍稳 III 型	1.1-33.3	5	0.6	20	86	0.78
	北京怡成	5DM-2A	1.1-33.3	5	0.5	300	124	0.98
	克夫	A03	1.1-33.3	7	1	512	67	0.52
	可孚	逸敏	1.1-33.3	5	0.8	512	95	0.79

资料来源：各公司官网，淘宝，京东，长江证券研究所

占据国内血糖监测零售市场近 50% 市场份额，线上血糖类目优势显著。公司血糖监测产品占据国内零售市场近 50% 的市场份额，拥有超 2500 万用户，覆盖超 3800 家等级医院、超过 22 万家药店及健康服务终端、1w 多家社区医院及乡镇医院，业务覆盖 20 多家主流电商平台。从销售数据看，三诺在 2024 年 618 大促中稳居天猫血糖类目 Top1，医疗器械品牌 Top5，电商全渠道销售额破 2 亿，CGM 销量第一超过 30 万盒。

图 11： 2022 年天猫/淘宝血糖系列销售格局



资料来源：魔镜数据，长江证券研究所

全球 CGM 市场空间广阔，国产厂商突出重围

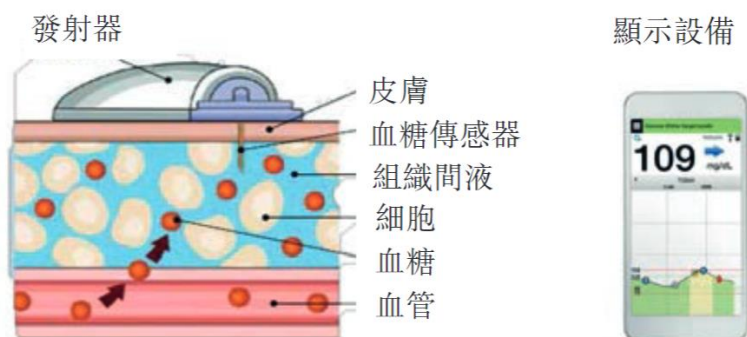
CGM 市场是一个黄金赛道，具有规模大、壁垒高等特点。从全球市场规模和渗透率看，强医保支持下的欧美市场或为主战场，中国 CGM 渗透率有较大的提升空间。目前 CGM 市场仍由外资巨头主导，伴随国产 CGM 产品陆续获批，国产替代趋势明显。在价格下降与产品迭代等多重驱动下，国内 CGM 渗透率有望提升。

CGM 技术解决传统血糖监测痛点，有望成为主流

糖尿病是一种高血糖为标志的慢性疾病，血糖监测是糖尿病治疗的重要部分。糖尿病是由于胰腺分泌功能缺陷或胰岛素作用缺陷引起的，以血糖升高为特征的代谢性疾病。糖尿病可分为 I 型、II 型、妊娠糖尿病及其他特殊类型。血糖监测是评估糖尿病患者糖代谢紊乱的程度，制定降糖方案，反映降糖治疗的效果的重要基础。

CGM 技术可提供连续、全天候的血糖信息，是传统血糖监测方法的有效补充。持续血糖监测（continuous glucose monitoring, CGM）是指通过葡萄糖感应器监测皮下组织间液的葡萄糖浓度而间接反映血糖水平的监测技术，具有提供连续、全面血糖谱，发现隐匿性高血糖、低血糖，反映血糖水平波动趋势等传统血糖监测不具备的优点。CGM 主要由传感器、发射器和接收器三部分组成，由放置于患者皮下组织的传感器，以规则的时间间隔（1~15 min）自动重复地从组织间液中测量葡萄糖浓度，然后转换为血糖值，通过蓝牙、无线局域网等接入方式发送到接收器。

图 12：CGM 产品构成



资料来源：微泰医疗招股说明书，长江证券研究所

CGM 作为传统血糖监测方法的有效补充，能够反映更为连续、全面的血糖信息。毛细血管血糖监测是血糖监测的基本形式，糖化白蛋白和 CGM 能够反映短期血糖水平，糖化血红蛋白监测则能够反映既往 2-3 个月的血糖水平。其中，CGM 能够发现不易被传统监测方法所探测到的隐匿性高血糖和低血糖，患者依从性更好。

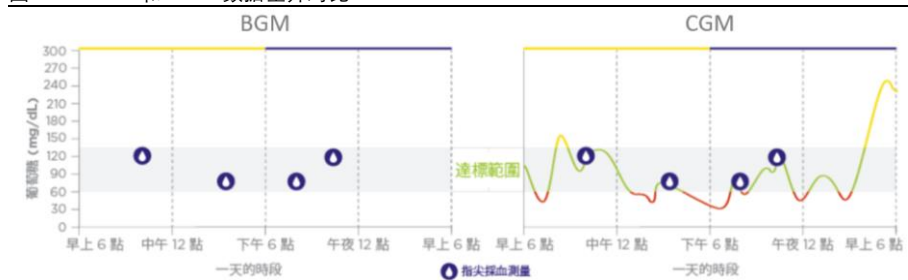
表 2：常用血糖监测方式的特点及临床应用

血糖监测方式	临床意义	临床应用
毛细血管血糖	反映实时血糖水平	血糖监测的基本形式，根据患者病情和治疗的实际需求指定个体化监测方案与频率
糖化血红蛋白 (HbA _{1c})	反映既往 2-3 个月血糖水平	指定糖尿病患者降糖方案，评估慢性并发症发生风险的重要依据，糖化血红蛋白 $\geq 6.5\%$ 是糖尿病的补充诊断标准
糖化白蛋白 (GA)	反映既往 2-3 周血糖水平	评价短期血糖情况，可以辅助鉴别应激性高血糖

持续葡萄糖监测 反映连续、全面的血糖信息 了解血糖波动的趋势和特点，发现不易被传统监测方法所探测到的隐性高血糖和低血糖，尤其是餐后高血糖和夜间无症状性低血糖

资料来源：中华糖尿病杂志，长江证券研究所

图 13: BGM 和 CGM 数据差异对比

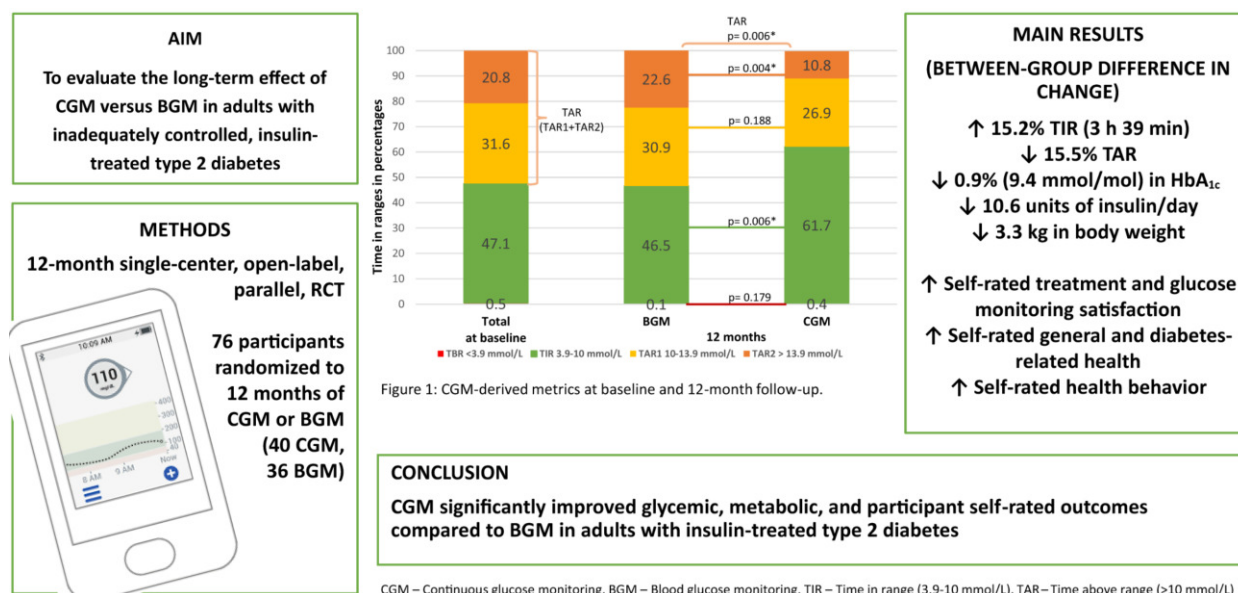


资料来源：雅培官网，长江证券研究所

相较于 BGM，使用 CGM 能加强患者的血糖控制。一项比较 CGM 与 BGM 对胰岛素治疗成年 II 型糖尿病的 12 个月效果的研究结果表明，对于胰岛素治疗未得到充分控制的 II 型糖尿病成人，使用 CGM 在改善血糖控制和其他关键健康参数方面优于使用 BGM。

当前主流 CGM 系统具有高低血糖预警功能，降低低血糖风险是 CGM 的突出优势。CGM 组治疗前后低血糖发生次数或时间减少幅度明显大于对照组。是由于针对夜间低血糖、无症状低血糖发作，CGM 系统能通过预测血糖变化趋势防止低血糖的发生，低血糖报警和预警功能可提醒患者及时处理低血糖事件。

图 14: 胰岛素治疗不足的 2 型糖尿病成年人 CGM 在改善血糖控制和其他关键健康参数方面的 12 个月影响优于 BGM

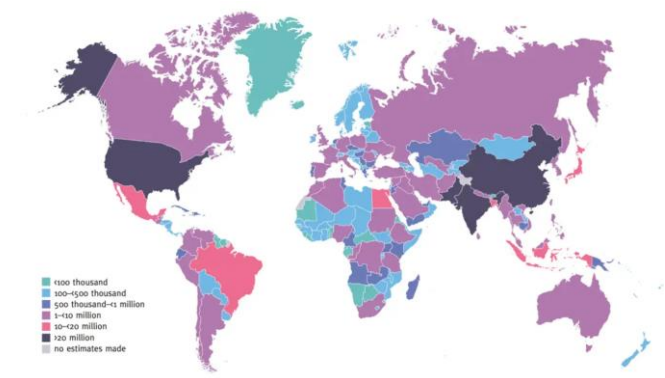


资料来源：《Comparing Continuous Glucose Monitoring and Blood Glucose Monitoring in Adults With Inadequately Controlled, Insulin Treated Type 2 Diabetes (Steno2tech Study):A12-Month,Single-Center, Randomized Controlled Trial, Nanna Lind》，Diabetes Care，长江证券研究所

市场规模大，国内渗透率仍有提升空间

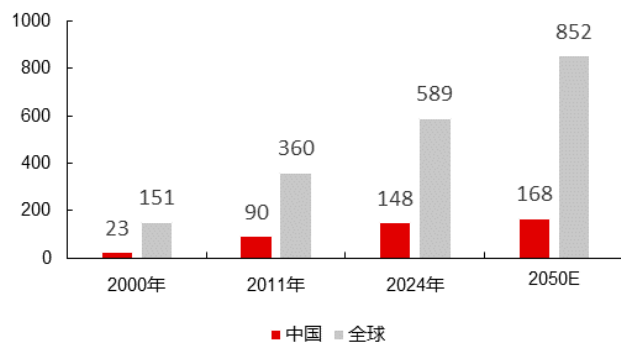
全球糖尿病患者数量持续增长，中国为糖尿病高发地区。根据 IDF 统计，截至 2024 年全球 20-79 岁糖尿病患者人数达到 5.89 亿，预测 2050 年全球糖尿病患者人数将增长至 8.52 亿；其中，中国 2024 年糖尿病患者人数达到 1.48 亿，预计 2050 年达到 1.68 亿。

图 15：2024 年全球糖尿病患者分布图



资料来源：IDF，长江证券研究所

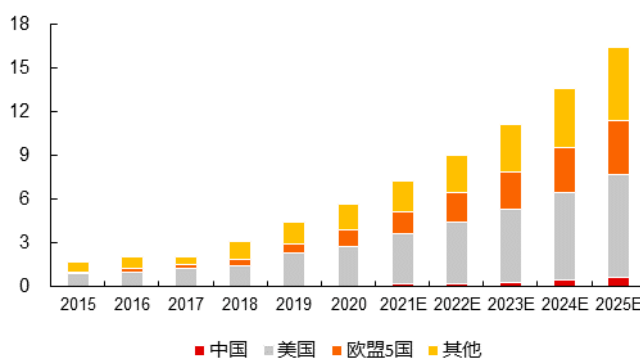
图 16：全球和中国糖尿病患者人数（百万人）



资料来源：IDF，长江证券研究所

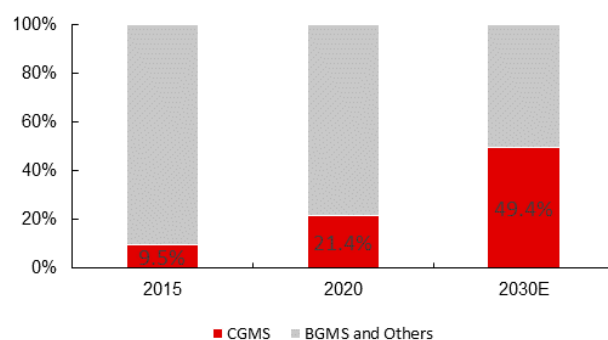
CGM 市场规模快速增长，CGM 替代 BGM 趋势已显现。从全球 CGM 市场规模看，CGM 的全球市场规模从 2015 年的 17 亿美元增长至 2020 年的 56 亿美元，CAGR 为 28.2%；预计 2030 年将达到 365 亿美元。从 CGM 和 BGM 占比看，2015 年 CGM/BGM 占比约 10%/90%，2020 年 CGM/BGM 占比提升至约 20%/80%。

图 17：CGM 全球市场规模（十亿美元）



资料来源：灼识咨询，IDF，长江证券研究所

图 18：血糖监测市场中 CGM 与 BGM 占比



资料来源：灼识咨询，IDF，长江证券研究所

强医保支持下，欧美市场或为主战场。欧美市场占据全球 CGM 市场的 70%，主要受益于 CGM 纳入医保报销范围。2017 年起，美国将 CGM 纳入医保；2023 年 5 月美国进一步扩大了 Medicare 对 CGM 的报销覆盖范围，新增覆盖仅使用基础剂量胰岛素治疗的患者和不使用胰岛素但有低血糖事件发生的 2 型糖尿病患者，增量覆盖人群达到 150 万人。欧洲多个国家也已将 CGM 纳入医保体系，但各国家政策差异较大，德国、法国、英国地区也已经实现全额报销。

表 3：美国 CGM 医保政策

保险类型	纳入标准	报销标准	报销比例
Medicare	主要为 65 岁以上老年人，及特殊人士	患有 I 型或 II 型糖尿病，使用任何种类胰岛素或曾发生过低血糖事件	Medicare 报销 80%，患者自付 20%；
Medicaid	主要为低收入成人、儿童、孕妇等	31 个作为州药房福利；12 个州纳入需要使用 CGM 的 I 型和 II 型患者；1 个州仅为 I 型提供；1 个州仅为 < 21 岁提供；1 个州仅为 ≥21 岁提供；3 个州不提供	各州自行制定报销标准

资料来源：CMS, Medicare, AARP, Medicaid, 长江证券研究所

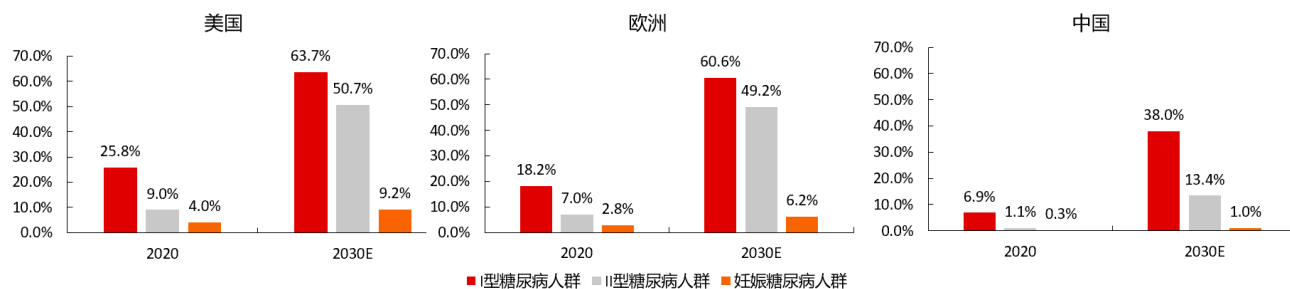
表 4：欧洲 CGM 医保政策

国家	保险机构	报销范围	报销比例
德国	德国联邦联合委员会 (GBA)	I 型和 II 型强化计量治疗糖尿病患者	全额报销 Dexcom's CGM
法国	国家卫生管理局 (HAS)	使用基础胰岛素作为糖尿病管理的患者；两岁以上接受非强化胰岛素治疗（每日注射少于 3 次）且血糖控制不佳 (HbA1c ≥ 8%) 的患者	全额报销
英国	国家医疗服务体系 (NHS)	患有 1 型糖尿病的孕妇怀孕期间	全额报销
西班牙	国家医疗服务体系 (NHS)	患有 1 型糖尿病和有严重低血糖风险的成年患者；确诊为 2 型糖尿病的患者；接受强化胰岛素治疗的患者；每天需要至少六次指尖采血进行自我血糖监测的患者	全额报销
比利时	国家健康与残疾保险研究所 (INAMI)	I 型糖尿病；II 型糖尿病，原则上每天至少注射 3 次胰岛素；患有 II 型糖尿病，原则上每天至少注射 2 次胰岛素，并且患有其他严重的疾病。	全额报销
新西兰	新西兰卫生部药房 (Pharmac)	以下之一：1 型糖尿病；永久性新生儿糖尿病；单基因糖尿病伴有胰岛素缺乏；3c 型糖尿病（包括胰腺切除术、胰岛素囊性纤维化或胰腺炎引起的胰岛素缺乏症）；一些非典型遗传性糖尿病	全额报销

资料来源：Dexcom, G-BA, INAMI, Abbott MediaRoom, NHS, PubMed, La Moncloa, 长江证券研究所

相比欧美地区，国内 CGM 渗透率仍有较大的提升空间。2020 年 CGM 在中国、美国、欧洲的 I 型糖尿病患者中渗透率分别 6.9%/25.8%/18.2%，II 型糖尿病患者中渗透率分别为 1.1%/9.0%/7.0%，中国 CGM 渗透率显著低于欧美国家。我们认为过去国内 CGM 渗透率较低的原因主要有 1) 外资垄断下，进口 CGM 产品价格昂贵；2) 早期产品性能欠佳；3) 尚未纳入医保体系，患者负担重。

图 19：2020 年和 2030E CGM 在美国、欧盟 5 国和中国的渗透率

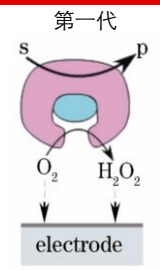
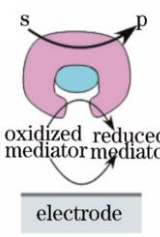
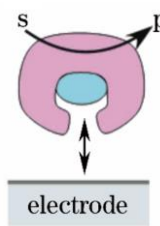


资料来源：灼识咨询，IDF，长江证券研究所

行业壁垒高，技术研发与规模生产是难点

CGM 核心技术是基于电化学生物传感技术，分为三条技术路径。1) 第一代:以氧气作为电子传递剂，通过对产物过氧化氢浓度的测量间接体现葡萄糖浓度。第一代传感器受电子传递剂氧气含量和扩散速度的限制，检测速度、线性检测范围、检测精准度等方面受限，代表厂商为德康。2) 第二代：电子传递剂是人工氧化还原试剂，但存在容易泄露或有毒性的问题，代表厂商为雅培。3) 第三代：传感器在葡萄糖氧化酶的氧化还原中心与电极表面之间建立高速电子传输通道，从而实现电子的直接转移，代表厂商为三诺。

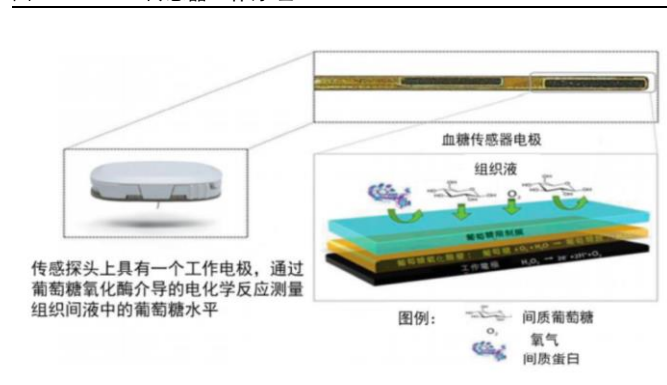
表 5：CGM 传感器技术路线梳理

技术路线	机制特点	传感效果	代表公司
第一代 	将 O ₂ 作为电子传递介质	易受高杂质、低氧环境干扰	德康
第二代 	将人工氧化还原试剂作为电子传递介质	不易受外界杂质、氧气浓度干扰	雅培
第三代 	不依赖电子传递介质，通过修饰葡萄糖氧化酶直接传递	不易受外界杂质、氧气浓度干扰，且更稳定和准确	三诺生物

资料来源：《血糖监测研究，孙凯》，三诺生物官网，柏医健康，长江证券研究所

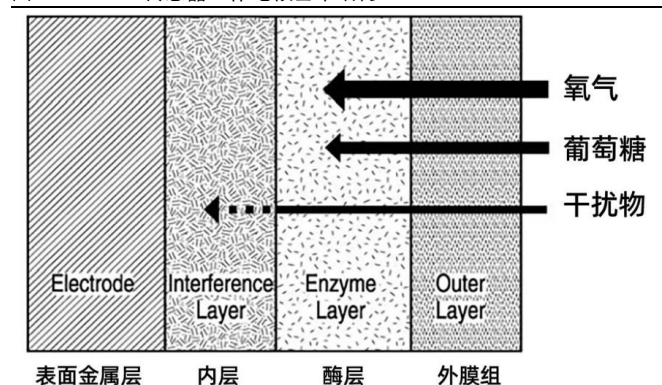
传感器是 CGM 的核心部件，具有极高的技术壁垒。传感器是核心部件，直接决定 CGM 测量结果的准确性和稳定性。目前 CGM 系统多采用酶促技术，通过监测葡萄糖氧化酶催化下的葡萄糖氧化反应产生的电信号来测量葡萄糖浓度。CGM 传感器工作电极由表面金属层、内层、酶层及外膜组构成。传感器探头上具有一个工作电极，通过监测葡萄糖氧化酶催化下的葡萄糖氧化反应产生的电信号来测量葡萄糖浓度。组织间液中的溶解氧与葡萄糖透过外膜进入酶层，葡萄糖分子与酶反应，产生电活性的反应产物过氧化氢和葡萄糖酸，过氧化氢分别向内和向外扩散，向内扩散的部分到达电极表面，发生电极反应，形成电极电流。

图 20：CGM 传感器工作原理



资料来源：柏医健康，长江证券研究所

图 21：CGM 传感器工作电极基本结构



资料来源：柏医健康，长江证券研究所

传感器的技术壁垒主要体现在：外膜设计、酶固定技术和算法。CGM 需要植入皮下并长期工作，需考虑如生物相容性、酶失活、氧缺乏、异物反应、血糖代谢模型差异、校正算法与个体差异、佩戴舒适度、器件毒性、电气安全性等问题，能否解决这些困难取决于传感器的外膜设计、酶生物活性及校准算法等关键技术。

1) 外膜设计：外膜设计对传感器的测量准确度和使用寿命具有重要影响，对传感器外膜的材料、物理性质（亲疏水性等）、生物相容性有较高要求。外膜可以调控葡萄糖和氧气透过的速率，降低传感器的灵敏度，提高传感器的生物相容性，延长传感器的寿命。其中，外膜材料是外膜设计的核心。目前 PU（聚氨酯）、Nafion、PTFE（聚四氟乙烯）、PC（聚碳酸酯）等是常用的 CGM 外膜材料。CGM 龙头多有自主知识产权的外膜设计。

表 6：不同 CGM 产品外膜材料对比

公司	德康	雅培	美敦力	鱼跃医疗	三诺生物	硅基传感
产品	G7	Freestyle Libre3	Guardian 3	CT15	iCan	GS1
外膜材料	PU	乙烯基-吡啶-苯乙烯树脂交联共聚物	PU	PU	类雅培材料	类雅培材料
传感器使用寿命	14	14	7	14	15	14

资料来源：柏医健康，长江证券研究所

2) 酶固定技术：酶固定化技术决定传感器工作的稳定性。酶必须能可靠地固定于电极表面，并尽量避免在长期工作过程中发生大面积的流失。酶固定技术包括包埋、吸附、交联等。

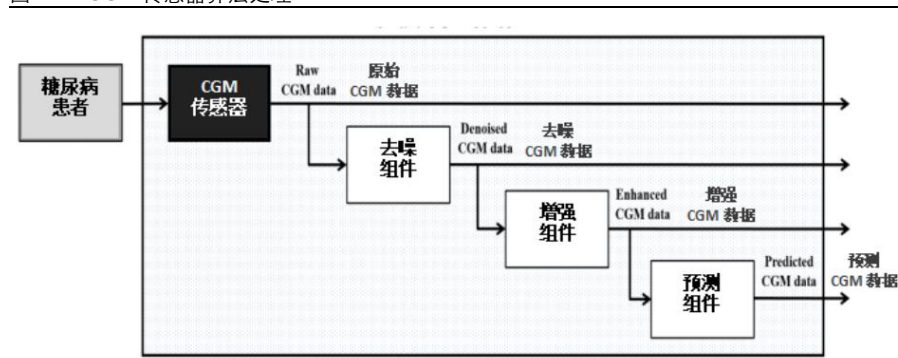
表 7：主要酶固定技术梳理

技术类型	优点	缺点
包埋	不影响酶活性，可以同时固定多种酶	易扩散、酶流失、酶浓度需求高
吸附	简单，酶活性损失有限	易解吸，非特异性
交联	简单，商品化 CGM 常用工艺，酶活性损失有限	易失活，交联剂存在毒性，工艺影响固定效果
共价	不易扩散，稳定，响应时间短	易失活，与有毒产物偶联
键合组装	可控，定向固定	酶上需要特定基团

资料来源：柏医健康，长江证券研究所

3) **算法**：算法决定测量数据的准确性。CGM 测量的是组织液中反应葡萄糖浓度的电信号，而非直接测量血中葡萄糖水平，血液与组织液中的葡萄糖比值并非恒定，会受到血液速度、毛细血管的渗透率、葡萄糖被细胞捕获等影响，如何将电信号准确转化为葡萄糖水平，对算法有极高的要求。算法目前可解决 CGM 中存在的三个关键问题包括去噪、增强和预测。

图 22：CGM 传感器算法处理



资料来源：Andrea Facchinetti, Continuous Glucose Monitoring Sensors: PastPresent and Future Algorithmic Challenges, 长江证券研究所

即使具备研发技术，规模生产仍是难题。CGM 产品对一致性、稳定性和良品率均有较高的要求，这些要求在临床试验阶段相对较易满足，而在大规模生产时存在难点。由于 BGM 与 CGM 在酶液配置、算法较准、抗杂质干扰、传感器设计、电化学理化特性等方面具有技术相通性，因此 BGM 规模生产经验的厂商在 CGM 大规模生产和自动化生产上或具有优势。

未来趋势：国产替代提速，国内渗透率提升

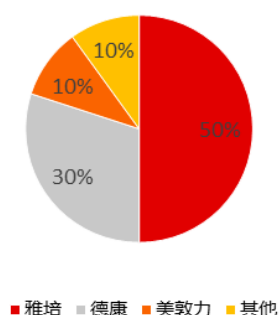
雅培、德康、美敦力三大公司主导 CGM 市场，2021 年以来国产 CGM 密集获批。全球 CGM 市场中 Abbott（雅培）、Dexcom（德康）、Medtronic（美敦力）三大公司占据主导地位。2020 年雅培、德康、美敦力占据全球 CGM 市场份额分别为 50%、30%、10%，同时期由于尚未有性能较好的国产 CGM 产品获批，中国市场 75% 由雅培占据。2021 年起国产优质 CGM 产品陆续获批，微泰、三诺、鱼跃等国产血糖监测厂商纷纷入局，凭借性价比突出重围，打破国内 CGM 市场长期外资垄断的格局。

图 23：中国 CGM 产品获批历程



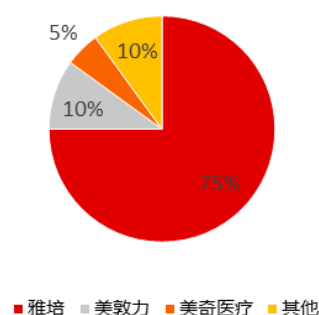
资料来源：立鼎产业，长江证券研究所

图 24：2020 年全球 CGM 市场竞争格局



资料来源：灼识咨询，长江证券研究所

图 25：2020 年中国 CGM 市场竞争格局



资料来源：灼识咨询，长江证券研究所

伴随价格下降、技术提升、适用人群拓展和 GLP-1 类药物的使用，CGM 渗透率有望快速提升，进一步推动 CGM 市场规模扩大：

- 1) 价格下降：**高性价比国产 CGM 价格下降，降低患者使用 CGM 的花费，目前价格已经下到 150 元以下，按此价格估算一个高频用户使用 CGM 的花费只比用 BGM 每天多花费几元甚至持平，但是在功能上有较大的提升。

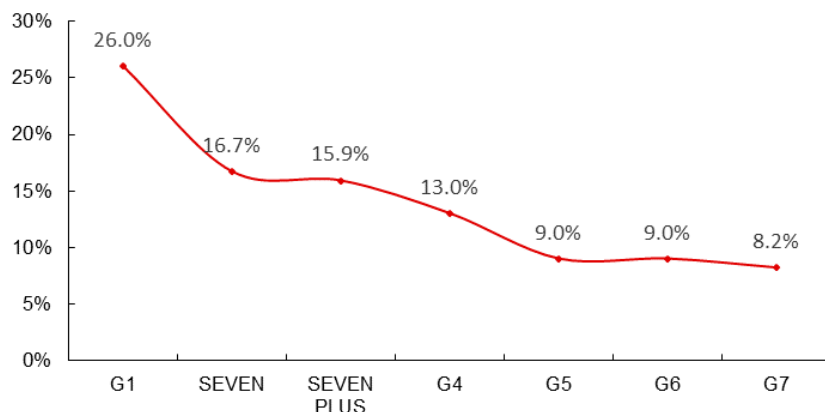
表 8：原有 BGM 用户转化为 CGM 的花费比较

BGM 日花费	BGM 年花费	方案	CGM 日花费	CGM 年花费
按日均使用 4-7 次试条，每张试条 1 元计算，使用 BGM 日均花费 4-7 元	1460-2555 元	方案一	按每 15 天更换一次传感器，每个传感器 120-150 元计算，使用 CGM 日均花费 8-10 元	2920-3650 元
		方案二	按每 15 天更换一次传感器，每个传感器 300-450 元计算，使用 CGM 日均花费 20-30 元	7300-11000 元

资料来源：淘宝，京东，长江证券研究所

- 2) 产品迭代：**CGM 产品经过技术迭代升级，产品性能不断优化，数据准确性、稳定性以及使用便携度提升，将大大增强患者的使用意愿。德康、雅培的 CGM 产品持续迭代。

图 26：德康 CGM 产品迭代下 MARD 值变化



资料来源：Dexcom, Food and Drug Administration, 长江证券研究所

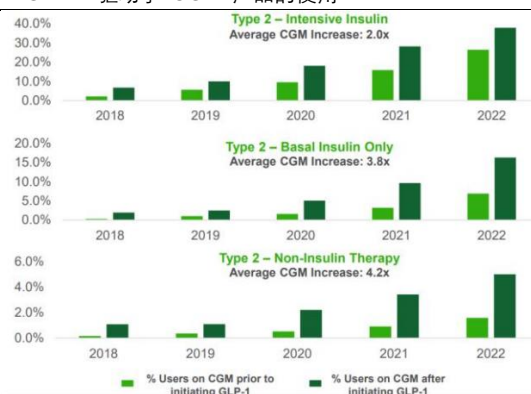
3) GLP-1 类药物的使用：研究表明，与单独使用 GLP-1 药物相比，CGM 与 GLP-1 联用能更好的降低 HbA1c 的水平，GLP-1 类药物使用者的持续增加将带动 CGM 渗透率提升。

图 27：CGM+GLP-1 降低 HbA1c 水平效果更好



资料来源：diabetotech, 长江证券研究所

图 28：GLP-1 驱动了 CGM 产品的使用



资料来源：diabetotech, 长江证券研究所

适用人群拓展：目前 CGM 产品的主要适用人群是 I 型和 II 型强化胰岛素患者，这个群体只占到整个糖尿病人群的 20-30%，未来会逐步向健康人群拓展，目前雅培的 Lingo、德康的 Stelo 等非处方 CGM 已经获批上市。

三诺爱看：产品+渠道双轮驱动

“三诺爱看”是国内首个获批上市的三代传感技术持续葡萄糖监测系统（CGM）。2023 年 4 月“三诺爱看”持续血糖监测系统（CGM）于国内获批上市，9 月获欧盟 MDR 认证。“三诺爱看”持续血糖监测系统（CGM）采用公司自主研发的第三代直接电子转移技术，具有低电位、不依赖氧气、干扰物少、稳定性好和准确性高等技术优势。

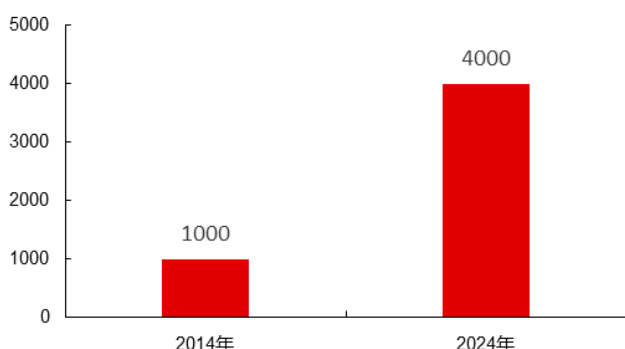
中国市场快速放量

目前中国 CGM 市场竞争相对激烈，公司虽然没有先发优势，但考虑到 CGM 与 BGM 在用户人群与销售渠道上高度重合，我们认为公司作为 BGM 龙头厂商，在血糖监测领域长期建立了渠道优势与用户基础，将助力、CGM 业务快速放量。

拥有长期建立的渠道优势和用户基础

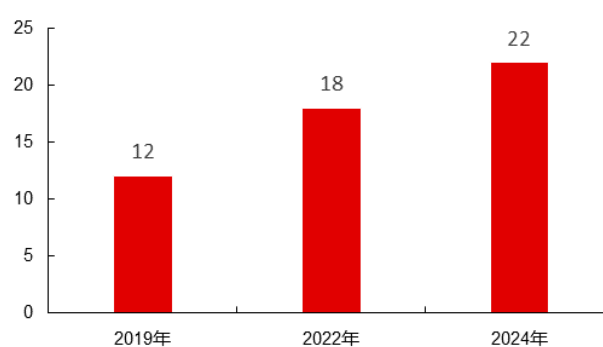
市场定位准确，长期深耕 OTC 渠道。由于 CGM 产品具有重复消费、使用便利的特点，在医保尚未覆盖的中国市场或以 OTC 渠道为主战场。公司从早期开始定位于零售市场，以渠道经销为主要销售模式。早期中国 BGM 市场曾经同样面临外资垄断的格局，公司在 2013 年以前找到血糖仪市场的有利方向，率先将渠道下沉到二、三线以及县级城市，占领空白市场。2014 年以后，公司持续精耕 OTC 渠道，经销商数量和覆盖终端药店数量快速增长。截至 2024 年底，公司与超过 4000 家经销商合作，覆盖超过终端药店 22 万家。相比其他国产血糖监测厂商，公司从早期开始重点开拓血糖监测 OTC 市场，十余年的 OTC 渠道积累为 CGM 打下坚实基础。

图 29：公司零售渠道经销商数量（家）



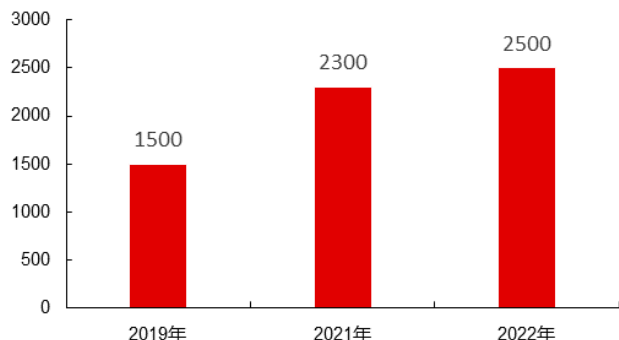
资料来源：2024 年公司年报，公司公告，长江证券研究所

图 30：公司覆盖终端药店数量（万家）



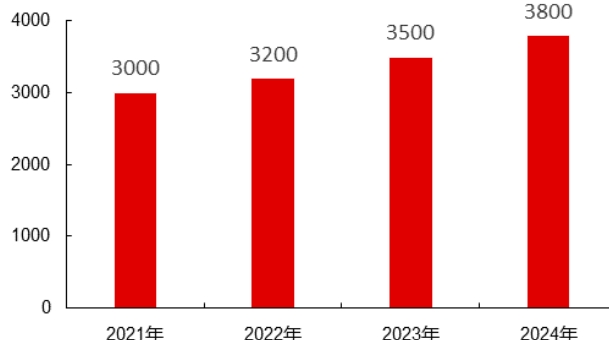
资料来源：公司官方微信公众号，长江证券研究所

图 31：公司用户数量情况（万人）



资料来源：公司官方微信公众号，长江证券研究所

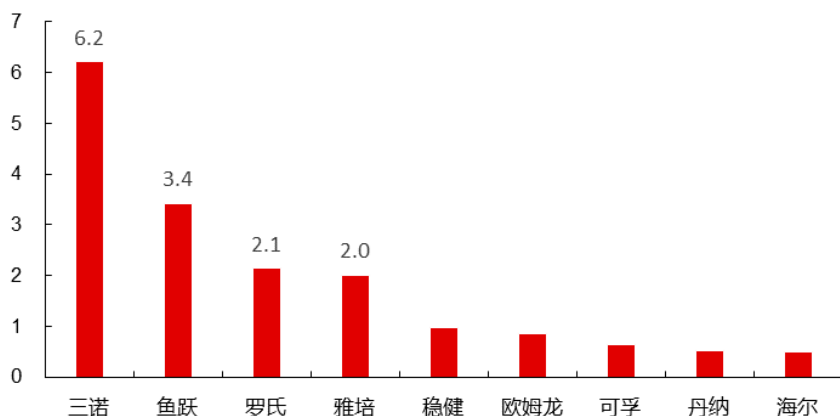
图 32：2021-2024 年公司产品覆盖等级医院的数量（家）



资料来源：公司官方微信公众号，长江证券研究所

线上销售稳居血糖类第一。公司 2014 年开始做线上渠道，截至 2024 年底公司已覆盖超过 20 家主流电商平台，2022 年天猫/淘宝血糖系列销售额排名第一。目前国内 CGM 销售仍以线上渠道为主，公司在线上渠道有优势。

图 33：主要厂商 2022 年天猫/淘宝血糖系列销售额（亿元）



资料来源：魔镜数据，长江证券研究所

海外市场发力在即

目前公司 CGM 产品已在多个国家和地区获批上市。其中，欧美强医保市场规模大、增速快，是国产 CGM 出海的首选地，目前已有多家国产 CGM 布局进入欧美市场。但欧美医保市场开发难度较大，我们认为拥有出海经验、出海渠道、海外团队的公司更有可能最终成功突围。

发挥跨境电商与海外子公司协同优势

公司 CGM 产品“iCan”已在多个国家和地区获批上市。截至 2024 年底，公司的 CGM 产品“三诺爱看”持续葡萄糖监测系统已在中国、印尼、欧盟 MDR、英国、泰国、马来西亚、菲律宾、印度、孟加拉国等 25 个国家和地区获批注册证，在中国、英国、俄罗斯、沙特、巴基斯坦、泰国、印度等超 60 个国家上市销售。

跨境电商：主流国际电商平台均有店铺。公司已拥有德语、法语、西班牙语等欧洲小语种独立自建网站，同时在 eBay、Amazon、AliExpress、Shopee、Lazada 等国际平台开设有店铺，业务覆盖全球 187 多个国家和地区。截至 2024 年底，公司在欧洲，东南亚等线上商城都占有头部的市场份额，被选为亚马逊明星企业、ebayKA 客户，在 Lazada 被选为品牌出海项目血糖类目唯一品牌。

海外子公司：协同 Sinocare、PTS 和 Trividia 的海外经验自 2016 年收购 Trividia、PTS 诊断公司以来，公司已经在国际逐步建立营销网络。Trividia 是全球第六大血糖仪企业，PTS 诊断公司是血脂、糖化血红蛋白等即时生物监测产品的领先企业。未来公司 CGM 产品可以依托 Trividia 旗下品牌打入美国市场；也可协同 PTS 诊断公司的渠道资源、国际经营及销售经验等。

图 34：美国子公司 Trividia 主要产品

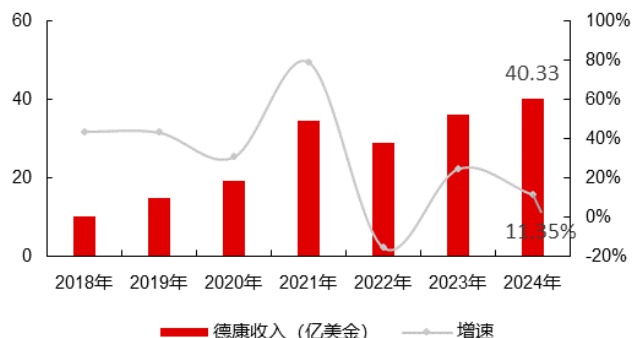
血糖仪	血糖耗材	营养补充产品	其他
 TRUE METRIX®AIR  TRUEresult®/TRUE2go®  TRUE METRIX®GO  TRUENESS™  TRUE METRIX®  TRUENESS™AIR  TRUE FOCUS™	 TRUEdraw®Lancing Device  TRUEplus®Sterile Lancets  TRUEplus®Safty Lancets  TRUEplus®Insulin Syringes  TRUEplus®Pen Needles	 TRUEplus®Glucose Gel  TRUEplus®Glucose Tablets  TRUEplus®Glucose Shot	 TRUEplus®Ketone Test Strips  TRUEmanager®

资料来源：公司官网，长江证券研究所

欧美强医保市场大有可为

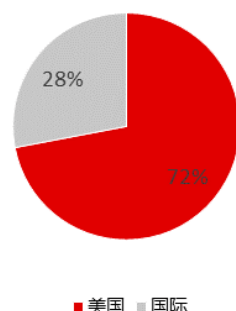
欧美等强医保市场推动 CGM 快速增长，公司产品准入后有望打开业绩天花板。从德康、雅培的 CGM 业务收入看，两家公司近几年 CGM 业务快速增长，近五年雅培 CGM 业务收入从 2019 年 11 亿美元增至 2024 年 64 亿美元，CAGR 为 28.88%；德康收入由 2019 年 15 亿美元增至 2024 年 40 亿美元，CAGR 为 22.27%。

图 35：2018-2024 年德康收入及增速



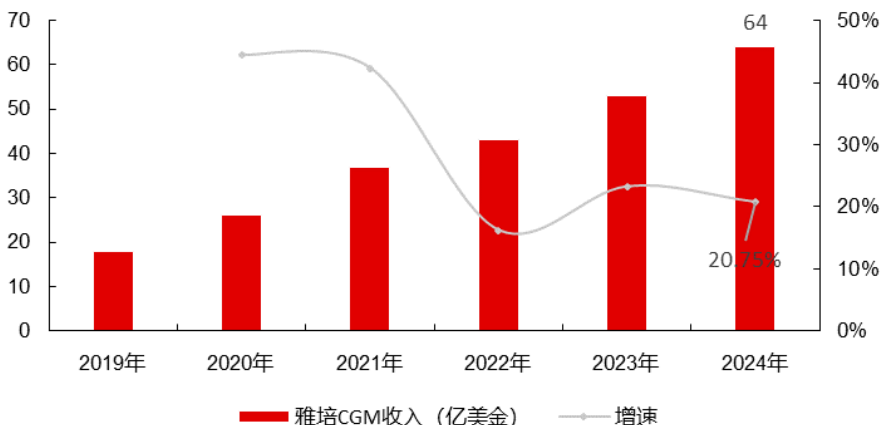
资料来源：2024 年德康年报，长江证券研究所

图 36：2024 年德康收入按区域拆分



资料来源：2024 年德康年报，长江证券研究所

图 37：2018-2024 年雅培 CGM 收入及增速



资料来源：雅培历年年报，长江证券研究所

欧洲市场与 A Menarini Diagnostics 签订独家经销商协议。2024 年 12 月公司与意大利公司 A Menarini Diagnostics 签订欧洲超过 20 多个国家以联合品牌的方式独家销售一代、第二代持续葡萄糖监测系统 (iCan CGM System) 协议。Menarini Diagnostics 在糖尿病产品销售经验丰富，产品线包括 BGM、笔针等；因此看好三诺的 CGM 在欧洲市场份额持续提升。

图 38: Menarini Diagnostics 糖尿病产品布局



资料来源：Menarini Diagnostics 公司官网，长江证券研究所

美国子公司 Trividia 拥有医保市场开拓经验。从流程上看，经销商是影响国产 CGM 在海外商业化成功与否的重要因素。Trividia 拥有 30 余年的血糖监测领域经验，与美国知名大型零售药店 Walgreens、CVS 和 Rite Aid，以及很多区域的独立药店、在线商店和邮购提供商有合作关系。Trividia 旗下的 BGM 产品被大部分 Medicare 和 Medicaid 计划均覆盖，且与私人保险公司的分摊共付额（co-pay）低于行业平均。

POCT 业务持续开拓，创新产品蓄势待发

分级诊疗政策推行，POCT 行业快速发展。POCT（Point of Care Testing）又称即时检验，是通过使用可携带式的体外检测仪器和试剂在患者身旁进行现场检测，并在取样现场即刻进行样本分析，从而快速得到检测结果的一类检测方法。POCT 具有检测空间不受限制、检测时间更短、流程更便捷、为基层医疗机构落实分级诊疗政策的优选。

公司 POCT 产品线逐步丰富，从血糖单一业务向慢性病各类指标检测全线业务开拓。公司于 2016 年成功收购 PTS 公司，丰富公司 POCT 产品线。PTS 是一家全球性的 POCT 诊断解决方案供应商，主要产品包括 CardioChek 系列血脂、血糖分析监测设备和 A1CNOW 便携式分析设备，提供专业化的慢性病指标检测系统及结果。整合双方产品，在研发、生产、供应链、市场等方面形成优势互补，实现从血糖监测 POCT 单一业务向慢性病各类指标检测全线业务的跨越。

图 39：公司旗下 POCT 产品线



资料来源：公司官网，长江证券研究所

依托全面的技术平台，积极拓展 iPOCT 检测业务。公司依托现有电化学技术平台、液相生化技术平台、凝血技术平台、免疫荧光技术平台、胶体金技术平台、化学发光技术平台，以及配套的仪器技术平台和互联网信息化的智慧医疗平台，积极拓展 iPOCT 检测业务。截至 2024 年底公司研发的 iPOCT 系统已经能够检测 70 多项指标。

五分类血常规+液相生化+免疫联检一体机 iCARE-1300 重磅上市。2024 年公司推出行业首创液相单人份三合一产品 iCARE-1300，集成了血常规、液相生化、免疫三大模块，一台设备即可满足基层常见病、慢性病检验需求。iCARE-1300 配套“三诺 e 检”数据管理系统，对患者检测数据进行管理及分析，结合 AI、第三方专家医生提供检测推荐、指标解读、用药指导等赋能，助力基层医疗机构实现精准诊疗。

表 9: iCARE-1300 模块特点及优势

模块	项目	特点及优势
血常规	五分类血常规+CRP+SAA	• 25 微升指尖血 • 一次加样即可实现血常规+CRP+SAA 联检 • 常见感染性疾病的鉴别诊断
液相生化	肝肾功能、血脂、心肌酶谱、HbA1c、风湿三项、凝血四项、电解质	液相单人份试剂预充：患者即来即测 检测常见病、慢性病 10 大系列近 100 项指标 实现社区慢病管理的方便、快速、准确
免疫荧光	心梗三项、PCT、Fer、VD	• 结果即使，数值准确 • 试剂性能优，操作简便 • 覆盖常见感染及生长发育相关项目

资料来源：公司官网，公司官方微信公众号，长江证券研究所

风险提示

- 1、海外销售不及预期风险：**海外市场尤其是欧美医保市场开拓难度较大，虽然公司目前已获得欧盟 CE/MDR 认证，但距商业化仍有一定距离。
- 2、市场竞争加剧风险：**目前国产 CGM 厂商竞争较为激烈，一定程度影响公司 CGM 产品的市场定价能力，竞争加剧可能对公司 CGM 业务的盈利能力造成影响。
- 3、新产品研发进度不及预期风险：**新产品研发进度不及预期可能影响公司中长期产品迭代，影响公司中长期业绩。
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期风险，**则盈利预测和估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期等。悲观假设下，我们假设公司 BGM 与 CGM 业务增速不及预期，基于上述假设，预测 2025-2026 年公司营收分别为 45.43 和 46.33 亿元；预计 2025-2026 年归母净利润分别为 3.45 和 3.73 亿元。

表 10：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形				悲观情形			
	2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	40.59	44.43	49.83	57.34	40.59	44.43	45.43	46.33
yoy	2.7%	9.5%	12.1%	15.1%	2.7%	9.5%	2.3%	2.0%
归母净利润	2.84	3.26	4.32	5.42	2.84	3.26	3.45	3.73
yoy	-36.3%	14.7%	32.5%	25.4%	-36.3%	14.7%	5.9%	8.1%

资料来源：iFinD，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4443	4983	5734	6623	货币资金	845	1015	1527	2168
营业成本	2005	2239	2556	2936	交易性金融资产	110	160	190	210
毛利	2438	2744	3178	3686	应收账款	620	623	717	828
%营业收入	55%	55%	55%	56%	存货	663	746	852	979
营业税金及附加	44	50	57	66	预付账款	47	54	61	70
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	97	107	120	133
销售费用	1192	1335	1520	1722	流动资产合计	2382	2705	3467	4388
%营业收入	27%	27%	27%	26%	长期股权投资	15	15	15	15
管理费用	406	498	545	616	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	9%	10%	10%	9%	固定资产合计	1623	1623	1623	1623
研发费用	375	424	476	550	无形资产	264	264	264	264
%营业收入	8%	9%	8%	8%	商誉	1131	1131	1131	1131
财务费用	20	3	3	3	递延所得税资产	111	107	107	107
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	572	575	575	575
加: 资产减值损失	-74	0	0	0	资产总计	6098	6420	7182	8103
信用减值损失	-28	0	0	0	短期贷款	130	130	130	130
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	342	379	433	498
投资收益	-2	5	3	1	预收账款	0	0	0	0
营业利润	399	529	662	801	应付职工薪酬	211	235	268	308
%营业收入	9%	11%	12%	12%	应交税费	50	55	63	73
营业外收支	-4	-2	-1	2	其他流动负债	961	869	960	1069
利润总额	395	527	661	803	流动负债合计	1694	1668	1855	2078
%营业收入	9%	11%	12%	12%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	49	69	86	104	应付债券	456	456	456	456
净利润	346	459	575	698	递延所得税负债	33	31	31	31
归属于母公司所有者的净利润	326	432	542	658	其他非流动负债	145	143	143	143
少数股东损益	20	26	33	40	负债合计	2328	2298	2485	2707
EPS (元)	0.59	0.77	0.96	1.17	归属于母公司所有者权益	3358	3684	4227	4885
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	412	438	471	511
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	3770	4122	4697	5396
经营活动现金流净额	631	448	544	661	负债及股东权益	6098	6420	7182	8103
取得投资收益收回现金	1	5	3	1	基本指标				
长期股权投资	33	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-186	-2	-1	2	每股收益	0.59	0.77	0.96	1.17
其他	-23	-53	-30	-20	每股经营现金流	1.12	0.79	0.96	1.17
投资活动现金流净额	-175	-50	-28	-17	市盈率	43.82	27.36	21.81	17.97
债券融资	22	0	0	0	市净率	4.34	3.21	2.80	2.42
股权融资	0	-78	0	0	EV/EBITDA	20.97	21.75	16.59	12.88
银行贷款增加 (减少)	-398	0	0	0	总资产收益率	5.4%	6.7%	7.6%	8.1%
筹资成本	-132	-3	-3	-3	净资产收益率	9.7%	11.7%	12.8%	13.5%
其他	124	-148	0	0	净利率	7.3%	8.7%	9.5%	9.9%
筹资活动现金流净额	-384	-229	-3	-3	资产负债率	38.2%	35.8%	34.6%	33.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	72	169	513	641	总资产周转率	0.74	0.80	0.84	0.87

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。