

三诺生物(300298)

报告日期: 2025年06月24日

产品升级中的血糖监测龙头

——三诺生物深度报告

投资要点

三诺生物是国内专注于血糖监测产品的厂商,公司依托性价比及产品优势,成为国产BGM龙头企业,进入新品CGM收获期。我们认为,海外国内快速拓展,公司CGM有望借助产品力+渠道+性价比优势快速放量。

□ BGM: 性价比凸显, 市占率有望持续提升

BGM行业: 市场规模2020-2030年CAGR 9.1%, 国产化率提升。根据国际糖尿病联盟(IDF)、灼识报告等数据,2019-2030年我国糖尿病患者复合增速2%,我们测算血糖仪渗透率提升有望带动2020-2030年我国血糖仪市场规模CAGR 9.1%。院外市场快速增长,国产性价比更高拉动市占率提升。根据前瞻产业研究院与华经产业研究院数据,2013年外资品牌院内院外分别占据90%与50%以上市场份额,2020年,随着院外占比的提升以及国产占比的提升,外资品牌整体销售占比降至40%。院外市场对价格较为敏感,我们认为,受益于较低的生产制造运输等成本,国产性价比优势依然显著,尤其是国产龙头企业,有望保持较强的价格竞争力。

三诺生物: 规模效应&自动化生产带来性价比优势, 渠道布局完善, 市占率有望持续提升。(1)渠道布局完善。2024年年报显示公司血糖仪产品覆盖3800家二级以上医院,超过22万家药店及健康服务终端、1万多家基层医疗机构,20多家主流电商平台,在中国有超过50%的糖尿病自我监测人群使用三诺的产品。(2)性价比优势显著,公司血糖产品定价较低,如GA-3,仪器与试条均价均显著低于其他进口品牌,在国产品牌中也有极高性价比。我们认为,随着产品放量公司自动化生产带来的成本优势有望更加显著,终端性价比优势有望保持,带来市占率持续提升。

□ CGM: 国内海外齐发力, 高性价比有望驱动放量

➢ 国内: 依托BGM渠道+性价比优势放量

CGM行业: 2020-2030年市场规模CAGR 34%, 国产占比快速提升。根据国际糖尿病联盟(IDF)、灼识报告数据,2020-2030年我国持续血糖监测市场规模CAGR 34%,至2030年市场规模有望达26亿美元。从竞争格局看,国产产品上市后市占率快速提升。雅培、美敦力等外资品牌的CGM产品在国内上市较早,近年来硅基仿生、三诺生物、鱼跃医疗、微泰医疗等国产品牌的CGM、产品陆续获批,凭借产品力(准确度&舒适度等)、较高性价比、本土渠道优势等,国产市占率快速提升。

三诺生物: 借助BGM渠道优势、高性价比以及较高产品力, CGM快速放量。从产品力角度看,三诺采用自研第三代直接电子转移技术,个人版/家庭版MARD值为8.71%,医院版MARD值达到7.45%,准确度相对较高;从性价比角度看,自动化生产助力产品放量下成本有望更低,公司CGM半自动化生产线、全自动化生产线均已建成,持续提升自动化生产水平,有望带来较好性价比优势;从渠道角度看,公司深耕BGM多年,线上线下渠道布局完善。2024年“618”期间,渠道优势&高性价比驱动下,公司CGM产品全渠道销量破30万盒,取得电商全渠道销量排名第一的成绩。我们认为,公司CGM产品仍在持续更新迭代,在性价比&客户协同驱动下,公司CGM有望持续快速放量。

➢ 美国: 渠道+性价比优势, 获批后有望快速放量

他山之石: 德康医疗何以美国CGM市占率第一?美国CGM市场空间大(2020-2023年市场规模从27亿美元提升至154亿美元)、竞争格局好(头部企业德康、

投资评级: 增持(首次)

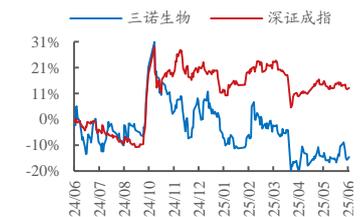
分析师: 吴天昊
执业证书号: S1230523120004
wutianhao@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
执业证书号: S1230523080006
siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 21.25
总市值(百万元)	11,990.64
总股本(百万股)	564.27

股票走势图



相关报告

雅培、美敦力占据 94%左右市场)。其中德康医疗作为美国本土专注 CGM 的制造商，占据美国市场份额 44% (市占率全美第一)，CGM 的快速发展，也使德康医疗走出 2012-2023 年市值由 9 亿美元提升至 479 亿美元的牛股行情 (收入由 1 亿美元提升至 36 亿美元)。分析德康发展历程，我们认为，产品力 (产品持续更新迭代)+性价比提升+渠道拓展是公司占据高市占率的重要驱动：(1) 产品快速迭代，扩大人群覆盖范围，收入快速增长。2006 年第一代产品上市，经过前四代产品迭代，G5 产品准确率大幅提升，2017 年 G5 获得美国联邦医疗保险和医疗补助服务中心 (CMS) 批复；2018 年，FDA 正式将 iCGM 归类为二类医疗器械，德康 G6 成为首款 iCGM 产品；2024 年 3 月，德康推出首款非处方 CGM (Stelo)，覆盖人群进一步拓展；2025 年 4 月，G7 15Day 获 FDA 批准 (传感器时间 15.5 天)，使用时间进一步延长。(2) 准确度提升、性价比提升。从第一代产品到最新一代处方 CGM 产品 G7，德康 CGM 准确度快速提升、同时在成本控制以及医保报销等加成下，价格也更为亲民，产品力优越、产品更迭快速、性价比持续提升，在行业发展中收入利润均快速增长。

三诺生物：CGM 美国临床注册稳步推进，获批后有望凭借产品力、性价比优势以及渠道优势快速放量。 (1) 从产品力看，公司 CGM 自研第三代传感技术，具有一定专利优势，准确度也相对较高；(2) 从性价比看，以京东售价评估，公司 iCan 产品 (8 盒装) 终端使用价约 7 元人民币/天 (不同时间及产品组合均价或有差异)，整体看来在国内终端价相对较低，若直接与 G6/G7 在美国医保报销后的日均使用价格比，也相对较低。我们认为，虽然考虑产品及各项成本差异，海外与国内定价或有差异，但综合看来公司自动化等有望带来较低的生产成本，产品美国获批后或也有较好性价比；(3) 从渠道看，子公司 PTS 与 Trividia 已经在美国血糖市场多年耕耘，有望借助渠道优势快速放量，2024 年 12 月公司 CGM 通过 FDA510(k) 的受理审核，注册申报有序推进。我们认为，CGM 获批后，借助子公司渠道，公司美国市占率有望稳步提升。

► 欧洲：竞争相对激烈、有望凭借性价比优势放量

(1) 市场：空间较大、竞争激烈。根据微泰医疗招股书数据，2020-2030 年，欧盟五国 CGM 市场规模有望从 12 亿美元提升至 78 亿美元，对应市场规模 CAGR21%；从竞争格局看，德康、雅培、美敦力等 CGM 产品均有 CE 认证，国产产品中多家头部企业也均取得了 CE 认证，竞争相对激烈。(2) 三诺：有望凭借性价比优势抢占市场。三诺生物的 CGM 产品无论与海外龙头比还是国内其他竞品比，均有显著的性价比优势，公司 CGM 在 2023 年获得欧盟 CE MDR 认证，2024 年公司全资子公司三诺生物 (香港) 与 A. MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l. 签署了为期 7 年的《经销协议》，授权其在欧洲超过 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 CGM 系统，积极推进在欧洲部分国家的医保准入。我们认为，渠道的快速布局叠加公司较强的性价比优势，将为三诺生物 CGM 产品在欧洲市场的放量奠定基础。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 49.70/56.57/65.06 亿元，分别同比增长 11.8%、13.8%、15.0%；归母净利润分别为 3.98/4.91/6.04 亿元，分别同比增长 22.07%、23.34%、23.02%，给出公司 2025 年 36 倍 PE，对应约 20% 的空间，给予“增持”评级。

□ 风险提示

新品商业化不及预期的风险；海外市场推广不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4443.12	4969.59	5657.23	6505.79
(+/-) (%)	9.47%	11.85%	13.84%	15.00%
归母净利润	326.29	398.31	491.26	604.37
(+/-) (%)	14.73%	22.07%	23.34%	23.02%
每股收益(元)	0.58	0.71	0.87	1.07
P/E	37	30	24	20

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

深度白马股——三诺生物（300298）

□ **一句话逻辑：**新品收获期的血糖监测产品龙头，长期成长性有望超预期。

□ **驱动因素**

- (1) BGM 渠道优势+CGM 产品力提升+性价比优势带来国内 CGM 放量；
- (2) 海外渠道快速拓展，欧洲医保准入后放量以及美国 CGM 获批后放量。

□ **与众不同**

市场认为 CGM 竞争越发激烈，公司长期成长性或低于预期，合理性在于国内 CGM 获批企业较多、终端售价有较大下降。但我们认为，市场或忽视了公司的性价比优势以及海外市场的竞争力，随着国内 CGM 放量以及海外的持续拓展，公司长期成长性或超预期。依据：（1）性价比本就是公司在 BGM 上积累的重要优势（BGM 竞争更为激烈，公司 BGM 国内市占率第一），国内 CGM 正处于产品放量初期，公司积极布局自动化产线降本增效，公司有望凭借性价比、BGM 渠道布局等抢占更多市场份额；（2）海外积极拓展，有望成为新增长曲线。2024 年公司全资子公司三诺生物（香港）与 A.MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l. 签署了为期 7 年的《经销协议》，授权其在欧洲超过 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 CGM 系统，积极推进在欧洲部分国家的医保准入推广；2024 年 12 月公司 CGM 通过 FDA510(k) 的受理审核，取证稳步推进。海外 CGM 产品市场空间较大，海外拓展有望贡献新品极大收入增量。

□ **跟踪指标**

- (1) CGM 海外获批节奏以及医保准入情况；
- (2) 海外客户合作进展以及订单情况；
- (3) 国内 CGM 线上销量及价格等。

□ **盈利预测**

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 49.70/56.57/65.06 亿元，分别同比增长 11.8%、13.8%、15.0%；归母净利润分别为 3.98/4.91/6.04 亿元，分别同比增长 22.07%、23.34%、23.02%。

□ **风险提示**

新品商业化不及预期的风险；海外市场推广不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

正文目录

1 三诺生物：BGM 国产龙头，CGM 新增驱动	7
1.1 主营业务：BGM 为基本盘，CGM 为新增驱动	7
1.2 发展历程：并购海外公司，持续扩展血糖产品	7
2 BGM：性价比+产品力，市占率有望持续提升	8
2.1 行业：需求稳步增长，性价比驱动国产化率提升	8
2.2 公司：性价比+渠道优势，收入增速有望高于行业	10
3 CGM：国内海外齐发力，高性价比有望驱动放量	11
3.1 国内：公司依托 BGM 渠道+性价比优势放量	11
3.1.1 行业：市场规模 CAGR34%，产品力+性价比驱动国产替代加速	11
3.1.2 公司：BGM 渠道优势、技术优势叠加高性价比，产品快速放量	12
3.2 美国：渠道+性价比优势，获批后有望快速放量	13
3.2.1 他山之石：德康医疗何以美国 CGM 市占率第一？	13
3.2.2 公司优势：性价比更高，有望借助子公司渠道放量	15
3.3 欧洲：竞争相对激烈，有望凭借性价比优势放量	15
4 盈利预测	16
4.1 收入成本拆分：2024-2027 年收入 CAGR 14.0%	16
4.2 盈利能力分析	17
5 估值与投资建议	17
5.1 相对估值	17
5.2 投资建议	17
6 风险提示	18

图表目录

图 1: 2020-2024 年三诺生物收入结构 (按产品, 亿元)	7
图 2: 2020-2024 年三诺生物收入结构 (按区域, 亿元)	7
图 3: 三诺生物股价与发展历程.....	8
图 4: 2020 年我国血糖仪竞争格局 (以销售额计)	9
图 5: 2015-2022 年我国血糖仪院内院外销售占比变化.....	9
图 6: BGM 各品牌产品京东评价数.....	9
图 7: 各品牌血糖仪终端价格对比 (元, 以京东旗舰店为例)	9
图 8: 2019-2023 年家用器械板块企业毛利率对比.....	10
图 9: 2015-2024 年三诺生物血糖仪收入及毛利率变化.....	10
图 10: 2019-2024 年公司经销与直销占比 (%)	10
图 11: 2020-2024 年公司全球用户数量 (万个)	10
图 12: 2020-2024 年公司覆盖药店数量 (万家)	11
图 13: 2020-2024 年公司产品覆盖医院数量 (家)	11
图 14: 2020 年主要国家连续血糖监测渗透率	11
图 15: 2015-2030E 中国持续血糖监测市场规模 (亿美元)	11
图 16: 全球各区域 CGM 产品市场规模 (亿美元)	13
图 17: 2023 美国 CGM 市场竞争格局.....	13
图 18: 2019-2024 德康医疗收入结构 (按区域)	14
图 19: 2019-2024 德康医疗毛利率与净利率变化.....	14
图 20: 德康医疗发展历程.....	14
表 1: 2018-2030E 传统血糖仪 (BGM) 市场规模拆分	8
表 2: 各品牌 BGM 性能及价格对比表.....	9
表 3: NMPA 批准 CGM 产品列表.....	12
表 4: 国内市场部分代表性 CGM 产品参数及售价对比.....	13
表 5: 德康医疗 G4-G7 产品对比表.....	15
表 6: 取得 CE 认证的国内外主要 CGM 厂家及产品对比	15
表 7: 2022-2027E 公司收入与成本拆分	16
表 8: 2022-2027E 公司期间费用拆分	17
表 9: 公司相对估值.....	17
表附录: 三大报表预测值.....	19

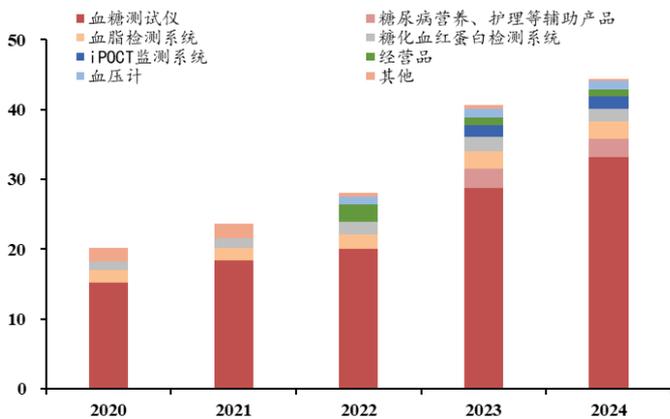
1 三诺生物：BGM 国产龙头，CGM 新增驱动

三诺生物成立于 2002 年，是国内专注于血糖监测产品的厂商，构建“点（指血单次血糖，BGM）-线（连续血糖监测，CGM）-面（糖化血红蛋白检测，HbA1c）”的血糖监测产品平台。公司依托性价比及产品优势，成为国产 BGM 龙头企业，正进入新品 CGM 收获期。

1.1 主营业务：BGM 为基本盘，CGM 为新增驱动

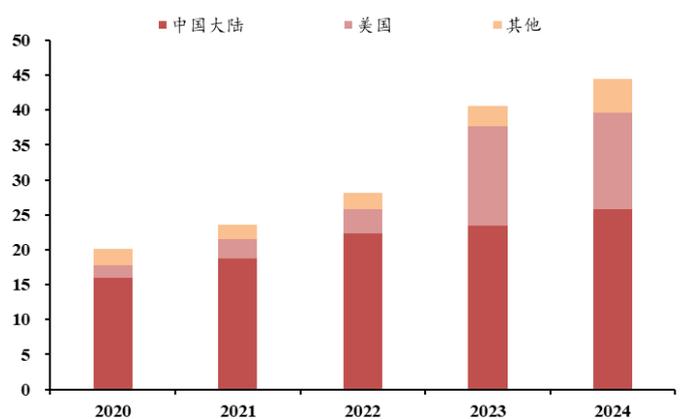
专注血糖板块，BGM 市占率国产厂家最高，CGM 形成第二增长曲线。三诺医疗是国内产血糖仪的生产商，根据公司 2024 年年报，在中国有超过 50% 的糖尿病自我监测人群使用三诺的产品；以销售规模计，2020 年其传统血糖仪（指血单次血糖，BGM）市占率约 36%，国内市占率第一。2023 年 3 月，公司自主研发的持续葡萄糖监测系统（CGM）获批，2024 年“618”期间，公司 CGM 产品电商全渠道销量排名第一，逐步进入新品收获期，构建第二增长曲线。

图1： 2020-2024 年三诺生物收入结构（按产品，亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2： 2020-2024 年三诺生物收入结构（按区域，亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2 发展历程：并购海外公司，持续扩展血糖产品

海外拓展加速，CGM 步入收获期。分析公司发展历程，我们认为可以简单分为以下几个阶段：（1）2002-2013 年，深耕血糖监测，逐步建立国产血糖仪龙头地位。自 2002 年成立以来，三诺生物专注于血糖监测设备的开发，拥有“安稳”、“安稳+”系列，“金稳”、“金稳+”系列，“GA”系列、“智能”系列、“真睿”系列等不同系列血糖监测产品，血糖产品持续更新迭代，BGM 市占率稳步提升，建立国产血糖仪龙头地位。（2）2014-2023 年，全球化布局，打开成长天花板。2014 年公司与巴基斯坦 RHS Pakistan 公司开始业务往来；2016 年心诺健康收购 Trividia Health 全部股权，三诺健康收购 PTS Diagnostics 全部股权；2018 年完成对 PTS 的并表，2023 年完成对 Trividia 的并表。海外持续拓展，成长天花板逐步打开。（3）2023 年后，新品 CGM 上市，步入新品收获期。2023 年 3 月，公司 CGM 产品“三诺爱看”国内上市，9 月获欧盟 MDR 认证。公司 CGM 自研第三代直接电子转移技术，具有极强的产品创新性，产品力优势叠加 BGM 渠道优势，2024 年“618”期间，公司 CGM 产品全渠道销量破 30 万盒，取得电商全渠道销量排名第一的成绩，开启第二增长曲线。

图3: 三诺生物股价与发展历程



资料来源: Wind, 公司年报, 公司公告, 浙商证券研究所

2 BGM: 性价比+产品力, 市占率有望持续提升

2.1 行业: 需求稳步增长, 性价比驱动国产化率提升

市场规模: 2020-2030年中国血糖仪市场规模 CAGR 9.1%。随着人口老龄化加重, 我国糖尿病患者人数保持高增长, 根据国际糖尿病联盟 (IDF)、灼识报告等数据, 2019-2030年我国糖尿病患者复合增速 2%, 随着健康意识的提升和医疗条件的改善, 血糖仪渗透率也有望稳步提升, 我们测算 2030年我国血糖仪市场规模有望达 110 亿元, 对应 2020-2030年市场规模 CAGR 9.1%。

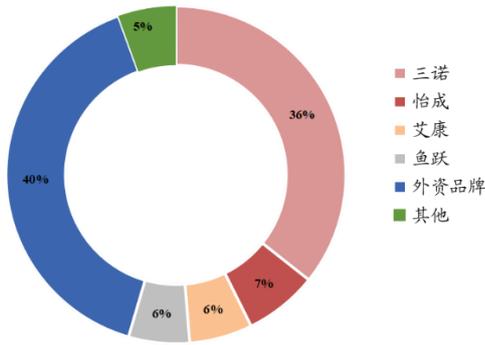
表1: 2018-2030E 传统血糖仪 (BGM) 市场规模拆分

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
血糖仪市场规模 (亿元)	36	42	46	50	54	60	67	73	80	87	95	102	110	2021年之前数据来自华经产业研究院
Yoy (%)		15%	10%	9%	7%	12%	11%	10%	9%	9%	8%	8%	8%	
中国糖尿病人数 (百万人)	107	119	121	123	125	127	129	132	134	136	138	141	143	微泰医疗招股书、灼识报告、IDF
血糖仪使用人数 (百万人)	15	17	19	21	23	25	28	32	35	38	42	45	49	
血糖仪渗透率 (%)	14%	14%	16%	17%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%	32%	34%	假设渗透率稳步提升
血糖仪检测次数 (次/周)	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
血糖仪检测单价 (元/次)	1.60	1.58	1.57	1.55	1.53	1.51	1.50	1.49	1.48	1.47	1.46	1.45	1.45	参考京东售价及市占率计算均价, 进一步计算出厂价

资料来源: 华经产业研究院, 微泰医疗招股书, 灼识报告, IDF, 京东官网, 鱼跃医疗年报, 浙商证券研究所

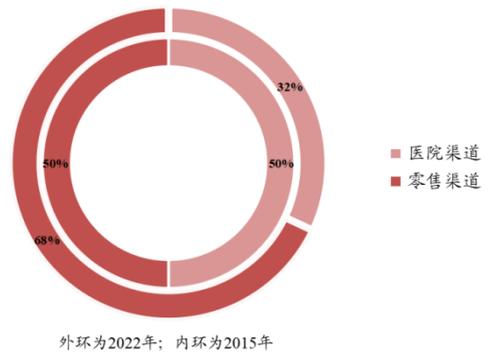
竞争格局: 院外市场快速增长, 国产化率提升。我国血糖仪院内市场主要被罗氏等海外龙头占据, 院外市场国产产品凭借性价比优势, 市占率持续提升。根据前瞻产业研究院与华经产业研究院数据, 2013年外资品牌院内院外分别占据 90%与 50%以上市场份额, 2020年, 随着院外占比的提升以及国产占比的提升, 外资品牌整体销售占比降至 40%, 我们认为, 在院外市场快速增长以及国产性价比优势替代下, 国产化率有望持续提升。

图4: 2020年我国血糖仪竞争格局(以销售额计)



资料来源: 鱼跃医疗年报, 华经产业研究院, 浙商证券研究所

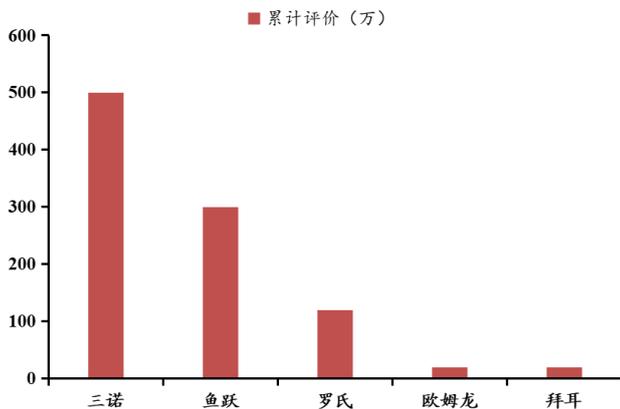
图5: 2015-2022年我国血糖仪院内院外销售占比变化



资料来源: 智研咨询, 新思界, 浙商证券研究所

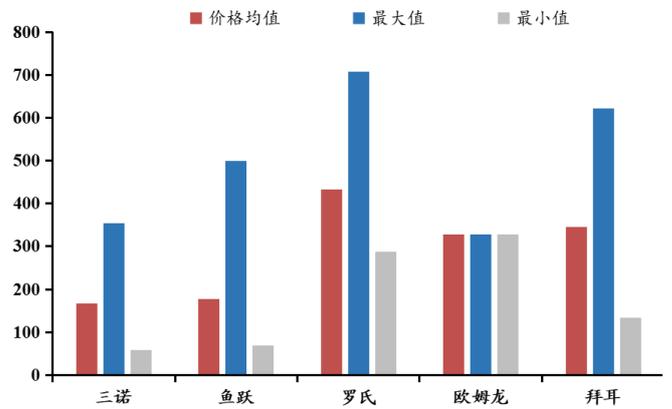
院外竞争力: 成本优势带来的低价十分重要。零售市场对价格较为敏感, 以京东销售量价对比看, 均价最低的三诺生物销量最高: 三诺血糖仪(50片试纸装)在电商平台均价166.6元, 鱼跃医疗均价177.8元, 远低于进口品牌罗氏(均价432.8元)、拜耳(均价346.3元), 血糖试纸由于具有排他性, 价格对比也很重要, 三诺试纸均价约0.6元/条(100条补充装), 均价相对较低, 有望拉动长期销量增长。我们认为, 受益于较低的生产制造运输等成本, 国产性价比优势依然显著, 尤其是国产龙头企业, 有望保持较强的竞争力。

图6: BGM各品牌产品京东评价数



资料来源: 京东商城, 浙商证券研究所
注: 采用代表性血糖仪产品评价数加总

图7: 各品牌血糖仪终端价格对比(元, 以京东旗舰店为例)



资料来源: 京东官网, 浙商证券研究所。注: 以上均为“仪器+50支血糖试纸+50支采血针”价格, 价格可能实时变动。

表2: 各品牌BGM性能及价格对比表

品牌	三诺生物	鱼跃医疗	罗氏	欧姆龙	拜耳
产品	GA-3	580	逸智	i-sens 631-A	拜安进
需血量(微升)	0.6	1	0.6	0.5	0.6
测量时间(s)	10	8	4	5	5
测试范围(mmol/L)	1.1-33.3	0.6-33.3	0.6-33.3	1.1-33.3	0.6-33.3
测试温度(摄氏度)	10-35	5-40	4-30	5-45	5-45
试纸均价(元)	0.6	0.9	1.3	2.3	2.5
记忆容量	200组	250组	720条	1000次	480组

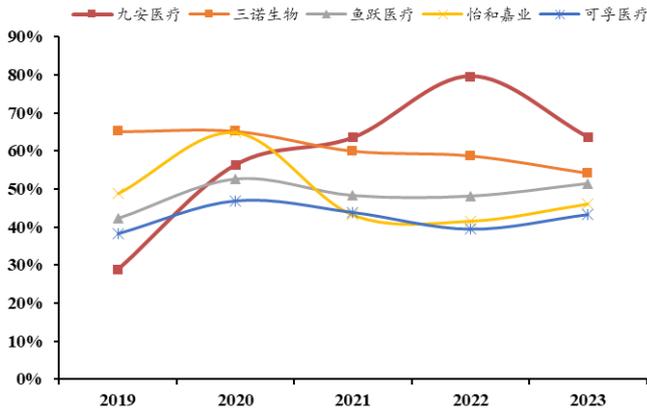
资料来源: 淘宝、京东, 浙商证券研究所。

注: 试纸均价是以京东官网100条试纸售价计算得出, 其中鱼跃旗舰店580未见100条包装, 是以50条售价计算得出, 价格可能实时变动。

2.2 公司：性价比+渠道优势，收入增速有望高于行业

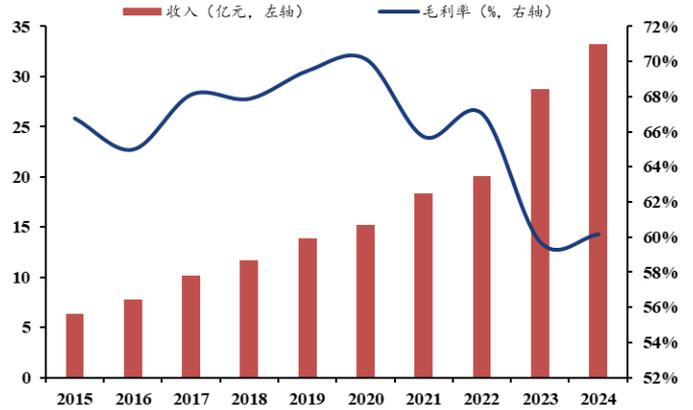
性价比优势显著：规模效应&自动化生产，三诺有望维持性价比优势。公司血糖产品定价较低、性价比优势显著，高销量产品如 GA-3，仪器与试条均价均显著低于其他进口品牌，在国内品牌中也有极高性价比。分析公司终端定价较低原因，我们认为主要是自动化生产等成本控制带来的成本优势（公司生产线自动化率超过 90%，2014-2024 年公司血糖测试仪板块毛利率维持在 60%左右及以上），且随着公司产品放量，规模效应下成本控制具有较强可持续性，公司有望维持较高的产品性价比以及较高的毛利率水平。

图8： 2019-2023 年家用器械板块企业毛利率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

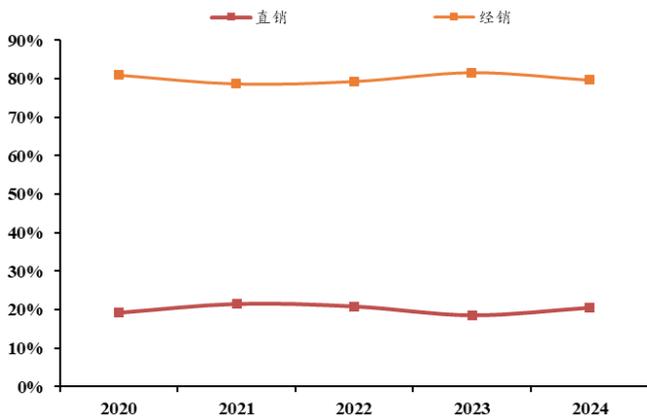
图9： 2015-2024 年三诺生物血糖仪收入及毛利率变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

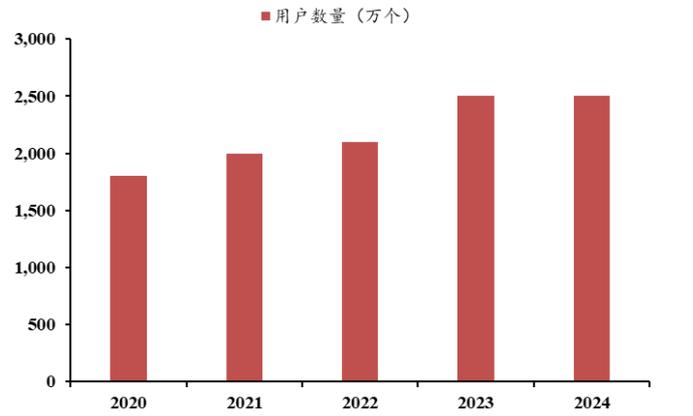
渠道优势显著，超过 50% 糖尿病自我监测人群使用三诺的产品。公司 BGM 国内收入以零售市场为主，联合药企、赋能药房、区域经销商、电商平台等渠道将商品销往终端用户。2024 年报显示公司血糖仪产品覆盖 3800 家二级以上医院，超过 22 万家药店及健康服务终端、1 万多家基层医疗机构，20 多家主流电商平台，在中国有超过 50% 的糖尿病自我监测人群使用三诺的产品。我们预计未来院外市场仍将是 BGM 主战场，公司深耕院外渠道，用户数量有望持续稳健增长。

图10： 2019-2024 年公司经销与直销占比 (%)



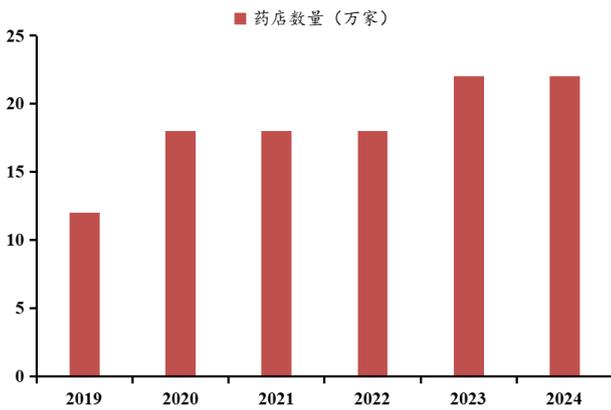
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图11： 2020-2024 年公司全球用户数量 (万个)



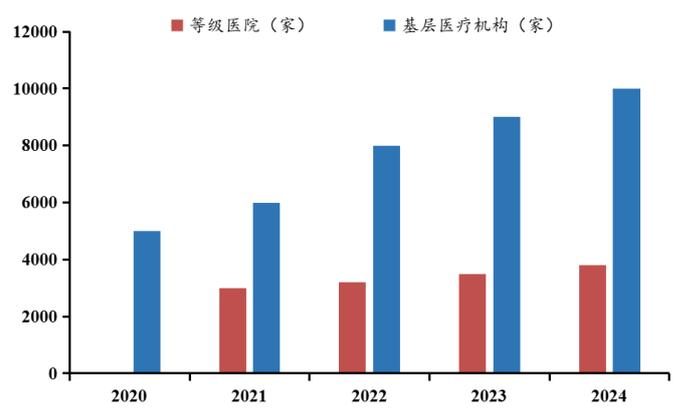
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图12: 2020-2024年公司覆盖药店数量(万家)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图13: 2020-2024年公司产品覆盖医院数量(家)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

综上, 我们认为, BGM 院外市场占比有望持续提升, 院外市场主要竞争优势在于产品力与性价比, 公司 BGM 产品梯度完善、性价比优势显著, 并在自动化生产等成本控制下有望持续保持高性价比, 市占率有望持续提升。

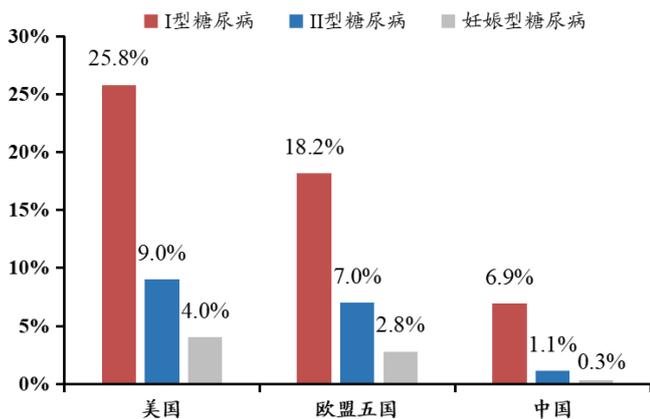
3 CGM: 国内海外齐发力, 高性价比有望驱动放量

3.1 国内: 公司依托 BGM 渠道+性价比优势放量

3.1.1 行业: 市场规模 CAGR34%, 产品力+性价比驱动国产替代加速

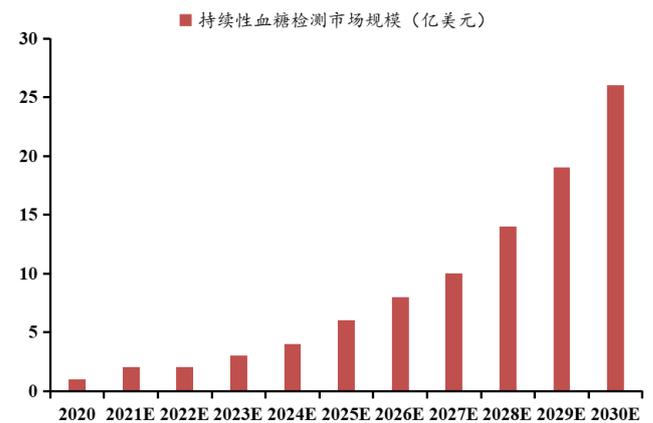
市场规模: 2020-2030 年, 我国 CGM 市场规模 CAGR34%。CGM (持续血糖监测) 为新兴产品, 相比需要采集指尖血进行瞬时测量的 BGM, CGM 通过葡萄糖传感器对皮下组织液的葡萄糖浓度进行实时监测, 可以提供 24 小时连续血糖数据, 更精确调整用药; 不用取血, 更加舒适安全。根据国际糖尿病联盟 (IDF)、灼识报告数据, 我国持续血糖监测市场规模迅速提升, 2020-2030 市场规模 CAGR34%, 至 2030 市场规模有望达 26 亿美元。

图14: 2020年主要国家连续血糖监测渗透率



资料来源: 微泰医疗招股书、灼识报告、IDF, 浙商证券研究所

图15: 2015-2030E 中国持续血糖监测市场规模(亿美元)



资料来源: 微泰医疗招股书、灼识报告、IDF, 浙商证券研究所

竞争格局: 国产占比有望快速提升。雅培、美敦力等外资品牌的 CGM 产品在国内上市较早, 近年来国产品牌, 硅基仿生、三诺生物、鱼跃医疗、微泰等国产厂商的 CGM 产品陆续获批, 凭借较高性价比、技术创新、本土渠道优势等, 国产市占率有望迅速提升。

表3: NMPA 批准 CGM 产品列表

分类	公司	获证时间	型号
国产	江苏鱼跃凯立特生物科技有限公司	2025/4/1	Anytime 5、Anytime 5Pro、Anytime 5P、Anytime 5H Pro、Anytime 5H、Anytime 5h、Anytime 5h Pro、Anytime 5H SE
	江苏鱼跃凯立特生物科技有限公司	2025/1/24	Anytime 4H、Anytime 4H Plus、Anytime 4h、Anytime 4h Plus、Anytime 4SE、Anytime 4Pro、Anytime 4
	三诺生物传感股份有限公司	2024/12/13	H6, h6, i6, i6s, i6Pro
	上海移宇科技有限公司	2024/5/10	MD-MY-008
	苏州中星医疗技术有限公司	2024/4/30	TG-IA, TG-IB, TG-IC, TG-ID
	南通九诺医疗科技有限公司	2024/2/21	GN-2
	北京深纳普思人工智能技术有限公司	2024/2/5	M8
	微泰医疗器械(杭州)股份有限公司	2024/2/5	GX-01、GX-02、GX-03、GX-01S、GX-02S、GX-03S
	深圳硅基传感科技有限公司	2023/8/1	GS1-P1、GS1-P2
	三诺生物传感股份有限公司	2023/3/31	i3、H3、I3、h3
	浙江凯立特医疗器械有限公司	2023/3/15	CT3、CT3A、CT3B、CT3C、CT15
	圣美迪诺医疗科技(湖州)有限公司	2023/3/14	CGM-303
	普林斯顿医疗科技(珠海)有限公司	2023/2/20	CGMS-2009
	圣美迪诺医疗科技(湖州)有限公司	2022/4/1	CGM-S203、CGM-T203、CGM-SF203
	微泰医疗器械(杭州)股份有限公司	2021/11/3	G7、G7-A、G7-B
	深圳硅基传感科技有限公司	2021/11/3	GS1、GS1-7、GS1-10
	南通九诺医疗科技有限公司	2021/10/26	GN- I
	湖州美奇医疗器械有限公司	2021/9/26	RGMS- I、RGMS- II、RGMS-III
浙江凯立特医疗器械有限公司	2021/2/7	CT2、CT2A、CT2C、CT2D、CT14	
进口	英国雅培糖尿病护理公司 Abbott Diabetes Care Ltd.	2023/11/22	FreeStyle Libre 2
	英国雅培糖尿病护理公司 Abbott Diabetes Care Ltd.	2022/2/25	FreeStyle Libre H
	英国雅培糖尿病护理公司 Abbott Diabetes Care Ltd.	2021/8/3	FreeStyle Libre
	美敦力泌力美公司 Medtronic MiniMed	2016/7/21	
美敦力泌力美公司 Medtronic MiniMed	2020/8/7	-	

资料来源: NMPA, 浙商证券研究所

竞争优势: 性价比+品牌力+产品力。我们认为, 在国内多家厂商获批、竞争日趋激烈的前提下, “性价比+品牌力+产品力”或构成核心竞争力。(1)从产品力上看, 准确度评估——MARD 值为主要衡量指标, MARD 越小, 动态血糖仪测量的误差越小, 准确性越高, 通常低于 10%准确率较高; (2)从品牌力上看, 主要带来渠道和客群优势, 国产家用器械或 BGM 龙头通常有更好的品牌认可度; (3)从性价比上看, CGM 作为新兴产品, 在我国暂未进入医保报销, 能够有较强生产控制力的企业有望提供性价比更高的产品, 持续提升市占率。

3.1.2 公司: BGM 渠道优势、技术优势叠加高性价比, 产品快速放量

产品力优势显著, 自研第三代技术, 准确度处于行业领先水平。三诺采用自研第三代直接电子转移技术, 个人版/家庭版 MARD 值为 8.71%, 医院版 MARD 值达到 7.45%, 准确度相对较高; 传感器使用寿命 15 天。同时公司不断推动产品迭代升级, 截至 2024 年, 公司累计获得中国授权专利 319 项和软件著作权 169 项, 累计获得海外专利 17 项和海外外观设计专利 9 项, 研发投入持续下, 公司 CGM 产品力有望持续提升。

表4: 国内市场部分代表性 CGM 产品参数及售价对比

厂家	三诺生物	鱼跃医疗	雅培	硅基仿生	微泰医疗
产品	iCan-i6	Anytime 5Pro	FreeStyle Libre	GS1	GX-01S
传感器寿命	15 天	16 天	14 天	14 天	15 天
校准	免校准	免校准	免校准	免校准	免校准
检测范围 (mmol/L)	2.0-25.0	1.7-27.8	2.2-27.8	-	2.0-25.0
MARD	8.71%	8.58%	9.20%	8.83%	8.66%
数据频率 (分钟)	3	3	15	-	1
终端价格 (元)	179	339	249	289	218

资料来源: 京东官网, 浙商证券研究所 (注: 价格以京东官网价为例, 可能会实时变动)

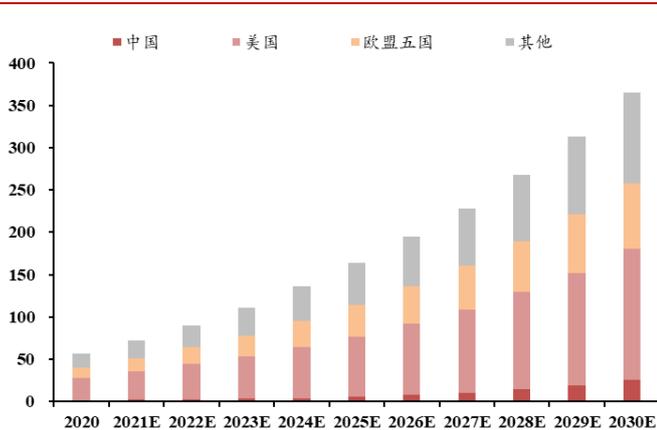
高性价比&渠道协同, 公司 CGM 有望持续快速放量。从性价比角度看, 自动化生产助力产品高性价比, 公司 CGM 半自动化生产线、全自动化生产线均已建成, 随着公司生产自动化水平持续提升, 有望带来较好性价比优势; 从渠道角度看, 公司深耕 BGM 多年, 线上线下渠道布局完善。2024 年“618”期间, 渠道优势&高性价比驱动下, 公司 CGM 产品全渠道销量破 30 万盒, 取得电商全渠道销量排名第一的成绩。我们认为, 公司 CGM 产品仍在持续更新迭代, 在性价比&客户协同驱动下, 公司 CGM 有望持续快速放量。

3.2 美国: 渠道+性价比优势, 获批后有望快速放量

3.2.1 他山之石: 德康医疗何以美国 CGM 市占率第一?

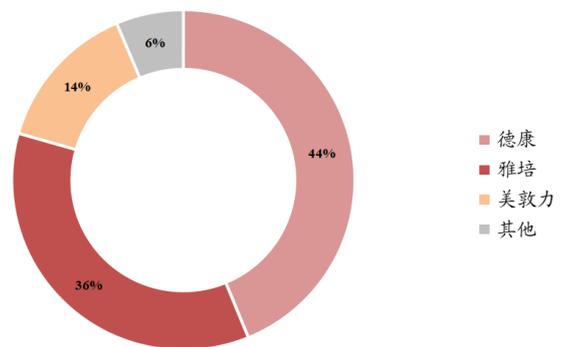
美国 CGM 市场空间大, 竞争格局良好。(1) **空间大: 医保覆盖提升, 2020-2023 年市场规模有望从 27 亿美元提升至 154 亿美元, CAGR19%。**美国 CGM 保险覆盖面扩大促进行业渗透率提升, 根据微泰医疗招股书数据, 2030 年美国 CGM 市场规模有望提升至 154 亿美元, 对应 2020-2030E 市场规模 CAGR19%。(2) **竞争格局较好, 德康、雅培、美敦力占据 94%左右市场。**美国 CGM 获批厂商较少、市场主要被头部厂商占据, 其中德康医疗是美国本土专注 CGM 的制造商, 进入 CGM 市场较早, 占据美国市场份额 44% (市占率全美第一)。

图 16: 全球各区域 CGM 产品市场规模 (亿美元)



资料来源: 微泰医疗招股书、灼识报告、IDF, 浙商证券研究所

图 17: 2023 美国 CGM 市场竞争格局

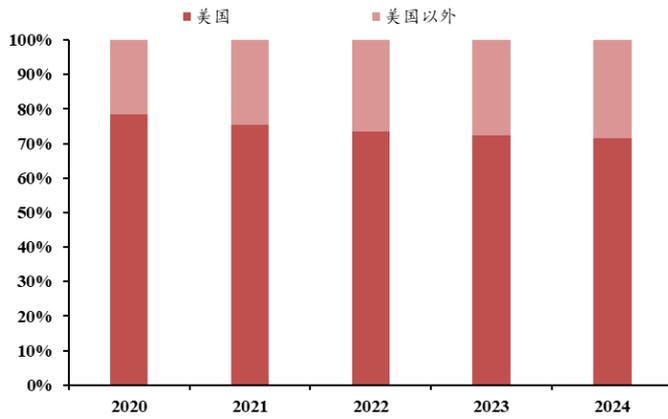


资料来源: Mordor Intelligence, 各公司年报, 浙商证券研究所

德康医疗: 产品力&性价比提升占据美国较大市场。德康医疗是美国 CGM 领军者, 从 2006 年首个 CGM 产品到 2022 年 CGM 产品 G7 (2025 年 G7 15Day 获 FDA 批准), 公司收入利润高增, 并走出 2012-2023 年市值由 9 亿美元提升至 479 亿美元的牛股行情 (收入由 1

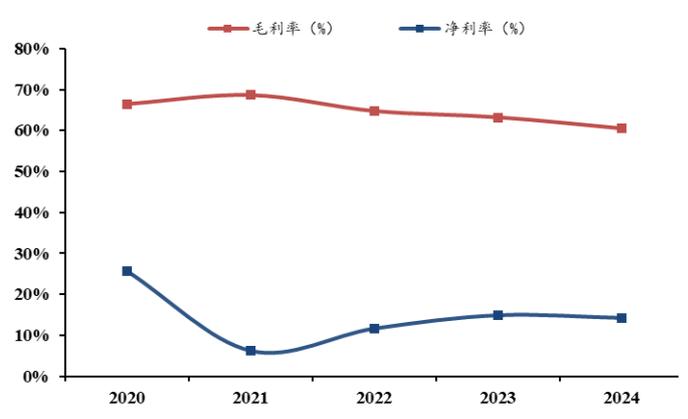
亿美元提升至 36 亿美元)。分析德康发展历程,我们认为,产品力(产品稳步更新迭代)+性价比提升+渠道拓展是公司占据高市占率的重要驱动。**(1) 产品快速迭代,把握医保覆盖范围扩大趋势,收入快速增长。**公司 CGM 产品发展较早(2006 年第一代产品上市),经过前四代产品迭代,G5 产品准确率大幅提升,2017 年 G5 获得美国联邦医疗保险和医疗补助服务中心(CMS)批复,公司收入与股价快速提升;2018 年,FDA 正式将 iCGM 归类为二类医疗器械,德康 G6 成为首款 iCGM 产品;另外德康医疗还推出了药房储蓄计划,进一步减轻了未被保险覆盖群体的经济压力;2024 年 3 月,德康推出首款非处方 CGM(Stelo),覆盖人群进一步拓展;2025 年 4 月,G7 15Day 获 FDA 批准(传感器时间 15.5 天),使用时间进一步延长。**(2) 准确度提升、性价比提升。**从第一代产品到最新一代处方 CGM 产品 G7,德康 CGM 准确度快速提升、同时在成本控制以及医保报销等加成下,价格也更为亲民(以 Amazon 数据看,G7 保险报销后均价 2.2 美金/天),产品力优越、产品更迭快速、性价比持续提升,使公司仍保持美国 CGM 市占率第一的地位,在行业快速发展中收入利润均快速增长。

图18: 2019-2024 德康医疗收入结构(按区域)



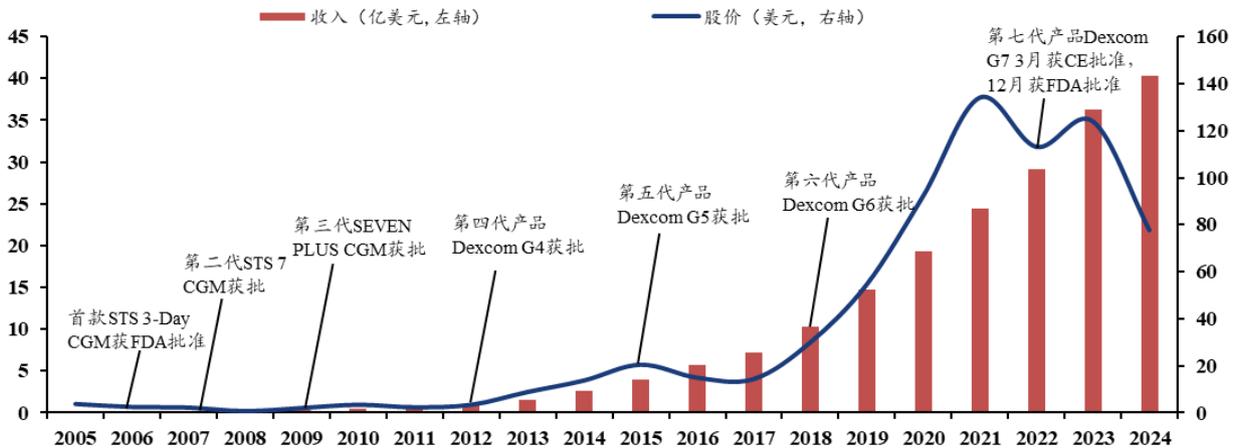
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图19: 2019-2024 德康医疗毛利率与净利率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 德康医疗发展历程



资料来源: Wind, 德康医疗官网, 浙商证券研究所

表5: 德康医疗 G4-G7 产品对比表

德康医疗 CGM 产品	G4	G5	G6	G7	G7 15Day
获批时间 (FDA)	2012 年	2015 年	2018 年	2022 年	2025 年
MARD	13%	9.0%	9.9%	9.1%/8.2%	8.0%
传感器寿命 (天)	7	7	10	10.5	15.5
校准	每天 2 次	每天 2 次	免校准	免校准	免校准
数据显示显示	独立显示器	支持手机连接	支持手机连接	支持手机连接	支持手机/iPhone Watch 连接
预热时间 (min)	120	120	120	27	/
平均保险价格 (2024 年 9 月数据, Amazon)			1.4 美金/天	2.2 美金/天	/

资料来源: Pubmed, 德康官网, Amazon, 动脉网, 浙商证券研究所

注: G7 腹部位置 MARD 为 9.1%, 手臂位置 MARD 为 8.2%

3.2.2 公司优势: 性价比更高, 有望借助子公司渠道放量

三诺生物 CGM 美国临床注册稳步推进, 获批后有望凭借产品力、性价比优势以及渠道优势快速放量。 (1) 从产品力角度看, 三诺 CGM 自研第三代传感技术, 具有一定专利优势, 个人版/家庭版 MARD 值为 8.71%, 医院版 MARD 值达到 7.45%, 准确度较高; (2) 从性价比角度看, 以京东售价评估, 公司 iCan 产品 (8 盒装) 终端使用价约 7 元人民币/天, 在国内终端价相对较低, 如果与 G6/G7 在美国已经进行 85%-95% 医保报销的日均使用价格对比, 也相对较低。我们认为, 虽然考虑产品及各项成本差异, 海外与国内定价或有差异, 但公司自动化有望带来较低的生产成本, 产品美国获批后或也有较高性价比优势; (3) 从渠道角度看, 美国子公司 PTS 与 Trividia 已经在美国血糖市场多年耕耘, 2024 年 12 月公司 CGM 通过 FDA510(k) 的受理审核, 注册申报有序推进。我们认为, CGM 获批后, 借助子公司渠道, 公司美国市占率有望稳步提升。

3.3 欧洲: 竞争相对激烈, 有望凭借性价比优势放量

欧洲: 2020-2030E 市场规模 CAGR 21%, 市场竞争相对激烈, 公司有望凭借性价比优势。 (1) 市场: 空间较大、竞争激烈。根据微泰医疗招股书数据, 2020-2030 年, 欧盟五国 CGM 市场规模有望从 12 亿美元提升至 78 亿美元, 对应市场规模 CAGR 21%; 从竞争格局看, 德康、雅培、美敦力等海外龙头、国产产品中多家头部企业的 CGM 产品均在欧洲商业化, 竞争相对激烈。 (2) 公司: 有望凭借性价比优势抢占市场。正如我们在上两节分析的, 三诺生物的 CGM 产品有显著的性价比优势, 公司 CGM 在 2023 年获得欧盟 CE MDR 认证, 2024 年公司全资子公司三诺生物 (香港) 与 A.MENARINI DIAGNOSTICS S.r.l. 签署了为期 7 年的《经销协议》, 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 CGM 系统, 积极推进在欧洲部分国家的医保准入、推广工作。我们认为, 渠道的快速布局叠加公司较强的性价比优势, 将为三诺生物 CGM 产品在欧洲市场的放量奠定坚实基础。

表6: 取得 CE 认证的国内外主要 CGM 厂家及产品对比

品牌	硅基仿生	三诺生物	九诺医疗	微泰医疗	鱼跃医疗	雅培	美敦力	德康医疗
产品	GS3	iCan	Glunovo® p3	AiDEX G7	CT3/CT15	FreeStyle Libre 3	Simplera	G7
MARD	8.83%	8.71%	9.38%	9.08%	9.07%	7.9%	10.2%	8.2%
传感器寿命	14 天	15 天	14 天	14 天	14 天	14 天	7 天	10.5 天
CE 认证时间	2025 年 3 月	2023 年 10 月	2019 年 6 月	2020 年 9 月	2024 年 4 月	2020 年 9 月	2023 年 9 月	2022 年 3 月

资料来源: 硅基动感官官方公众号, 动脉网, 三诺生物官网, 九诺医疗官网, 美联社, 微泰医疗官方公众号, 鱼跃医疗官网, 京东, Pubmed, 美敦力官网, 糖仁健康科技, 浙商证券研究所

综上，我们认为，虽然不同区域 CGM 产品在渗透率、医保准入、竞争格局等层面有较大差异，但以竞争力评估，较高的性价比、优越的产品力以及良好的渠道布局依然是产品放量的基础。在国内市场，三诺生物有望凭借 BGM 渠道布局以及高性价比助推 CGM 放量；在美国，CGM 市场空间更大、竞争格局更优，公司产品获批后，有望凭借高性价比以及子公司渠道优势占据一席之地；在欧洲及其他市场，市场竞争同样激烈，公司 CGM 产品已获 CE 认证并签订经销协议，正在积极布局欧洲渠道，有望凭借性价比及渠道放量。

4 盈利预测

4.1 收入成本拆分：2024-2027 年收入 CAGR 14.0%

核心假设：

- (1) **BGM:** 公司作为国内 BGM 龙头企业，性价比优势显著，在行业需求稳步增长以及公司性价比及渠道加成下，市占率持续提升，我们预计公司 2025-2027 年 BGM 产品收入分别为 35.20/39.22/43.48 亿元，分别同比增长 11.1%、11.4%、10.9%；市场竞争下产品价格下降叠加自动化生产下成本仍有望降低，毛利率有望维持相对稳定，对应毛利率 61.2%-61.4%。
- (2) **CGM:** 从国内市场看，公司 CGM 产品有望凭借 BGM 渠道以及本身的性价比优势快速放量，2023 年 3 月，公司 CGM 产品“三诺爱看”国内上市，经过产品的持续更新，2024 年“618”期间，公司 CGM 产品全渠道销量破 30 万盒，取得电商全渠道销量排名第一的成绩，国内新品放量有望持续加速；从海外市场看，公司 CE 获批并积极推动欧洲部分国家的医保准入；FDA510(k)受理审核已通过，注册申报有序推进，我们认为，凭借性价比优势、产品力、渠道等拉动，公司 CGM 产品海外放量可期。我们预计公司 2025-2027 年 CGM 产品收入分别为 2.72/4.91/8.48 亿元，对应同比增速 77.7%、80.2%、72.8%，公司自动化产线布局有望降本，毛利率有望提升，对应毛利率分别为 46.7%、49.4%、52.1%。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 49.70/56.57/65.06 亿元，分别同比增长 11.8%、13.8%、15.0%，对应 2025-2027 年收入 CAGR 14.0%；对应毛利率分别为 55.4%、55.6%、55.9%。

表7： 2022-2027E 公司收入与成本拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	2,814	4,059	4,443	4,970	5,657	6,506
增速（%）	19.2%	44.3%	9.5%	11.8%	13.8%	15.0%
毛利率（%）	58.7%	54.1%	54.9%	55.4%	55.6%	55.9%
BGM						
收入（百万元）	2004	2793	3175	3520	3922	4348
增速（%）	9.1%	39.4%	13.7%	11.1%	11.4%	10.9%
毛利率（%）	67.0%	60.2%	60.9%	61.2%	61.3%	61.4%
CGM						
收入（百万元）		80	153	272	491	848
增速（%）			91.5%	77.7%	80.2%	72.8%
毛利率（%）		42.8%	45.8%	46.7%	49.4%	52.1%

其他						
收入 (百万元)	809	1186	1123	1178	1244	1309
增速 (%)	54.5%	46.5%	-5.3%	4.9%	5.6%	5.2%
毛利率 (%)	38.0%	40.3%	39.2%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所。注: BGM 及 CGM 历史数据为浙商证券拆分数据。

4.2 盈利能力分析

2025-2027 年规模效应下期间费用率下降, 净利率有望上升。2025-2027 年, 我们认为, 在国内尚处于 CGM 放量初期、欧洲持续推广、美国获批稳定推进下, 公司国内及海外新品推广投入有望持续, 但我们认为, 规模效应以及海外子公司经营持续改善等驱动下, 公司期间费用率或略降, 叠加自动化生产降本增效等拉动下, 毛利率有望略升, 整体净利率有望提升。

表8: 2022-2027E 公司期间费用拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用 (百万元)	751	1001	1192	1318	1491	1701
销售费用率 (%)	26.7%	24.7%	26.8%	26.5%	26.4%	26.2%
管理费用 (百万元)	196	418	406	452	509	586
管理费用率 (%)	7.0%	10.3%	9.1%	9.1%	9.0%	9.0%
研发费用 (百万元)	260	365	375	398	424	488
研发费用率 (%)	9.2%	9.0%	8.4%	8.0%	7.5%	7.5%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

综上所述, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.98/4.91/6.04 亿元, 分别同比增长 22.07%、23.34%、23.02%。

5 估值与投资建议

5.1 相对估值

我们选择美国 CGM 生产商德康医疗、正处于新品拓展期的医疗器械企业爱博医疗、怡和嘉业等作为可比公司, 综合考虑三诺生物海外以及新品 CGM 的成长空间, 给出公司 2025 年 36 倍 PE, 对应约 20% 的空间。

表9: 公司相对估值

公司名称	现价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			P/E (倍)		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
DXCM.O 德康医疗	79.84	313.06	1.56	2.01	2.47	51	40	32
688050.SH 爱博医疗	68.08	131.49	2.01	2.46	3.11	34	28	22
301367.SZ 怡和嘉业	78.31	70.17	1.73	2.46	3.09	45	32	25
平均值						43	33	27
300298.SZ 三诺生物	21.25	119.91	0.58	0.71	0.87	37	30	24

资料来源: Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所
 注: 德康医疗价格单位为美元, 其他为人民币

5.2 投资建议

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 49.70/56.57/65.06 亿元，分别同比增长 11.8%、13.8%、15.0%；归母净利润分别为 3.98/4.91/6.04 亿元，分别同比增长 22.07%、23.34%、23.02%。参考可比公司估值，并综合考虑三诺生物海外以及新品 CGM 的成长空间，给出公司 2025 年 36 倍 PE，对应约 20%的空间，给予“增持”评级。

6 风险提示

新品商业化不及预期的风险。公司正处于 CGM 新品放量期，若公司 CGM 等新品在经济环境、产品单价、市场教育不足等影响下市场接受度不足，将影响新品放量节奏，影响公司经营。

海外市场推广不及预期的风险。公司 CGM 已经获得 CE 认证，正在积极推进 FDA 取证，若国际环境变动，或者由于专利认证、医保准入等原因等导致海外市场推广不及预期，影响公司长期放量空间或短期放量节奏，将对公司经营造成影响。

行业竞争加剧的风险。CGM 产品国产获批厂商快速增长，以 CE 取证节奏看，海外部分区域竞争也相对激烈，如果行业竞争加剧，厂家价格之争加剧等，或进一步影响产品出厂价，将对收入利润造成影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2382	2681	3309	4065
现金	845	1150	1714	2402
交易性金融资产	110	70	90	80
应收账款	620	534	477	432
其它应收款	11	14	16	17
预付账款	47	68	66	77
存货	663	761	848	967
其他	86	85	97	89
非流动资产	3716	3755	3646	3527
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	15	15	15	15
固定资产	1623	1591	1561	1520
无形资产	264	230	201	155
在建工程	211	209	191	169
其他	1603	1711	1678	1668
资产总计	6098	6436	6954	7592
流动负债	1694	1537	1636	1775
短期借款	130	130	80	40
应付款项	346	400	426	500
预收账款	0	0	0	0
其他	1218	1006	1130	1235
非流动负债	634	646	665	648
长期借款	0	0	0	0
其他	634	646	665	648
负债合计	2328	2183	2301	2423
少数股东权益	412	433	459	491
归属母公司股东权益	3358	3821	4194	4679
负债和股东权益	6098	6436	6954	7592

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	631	463	826	882
净利润	346	419	517	636
折旧摊销	206	157	166	168
财务费用	20	23	14	5
投资损失	2	0	1	1
营运资金变动	21	(57)	23	30
其它	37	(80)	105	42
投资活动现金流	(175)	(58)	(120)	(50)
资本支出	(33)	(70)	(60)	(50)
长期投资	33	0	0	0
其他	(175)	12	(60)	0
筹资活动现金流	(384)	(100)	(141)	(144)
短期借款	40	(0)	(50)	(40)
长期借款	(438)	0	0	0
其他	14	(100)	(91)	(104)
现金净增加额	72	305	565	688

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4443	4970	5657	6506
营业成本	2005	2219	2513	2869
营业税金及附加	44	51	57	66
营业费用	1192	1318	1491	1701
管理费用	406	452	509	586
研发费用	375	398	424	488
财务费用	20	23	14	5
资产减值损失	103	112	146	155
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(2)	(0)	(1)	(1)
其他经营收益	101	82	89	91
营业利润	399	479	591	727
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	395	479	591	727
所得税	49	60	74	91
净利润	346	419	517	636
少数股东损益	20	21	26	32
归属母公司净利润	326	398	491	604
EBITDA	597	662	776	904
EPS (最新摊薄)	0.58	0.71	0.87	1.07

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	9.47%	11.85%	13.84%	15.00%
营业利润	45.08%	20.10%	23.34%	23.02%
归属母公司净利润	14.73%	22.07%	23.34%	23.02%
获利能力				
毛利率	54.88%	55.36%	55.59%	55.90%
净利率	7.78%	8.44%	9.14%	9.78%
ROE	9.01%	9.93%	11.03%	12.31%
ROIC	9.16%	10.85%	12.03%	13.15%
偿债能力				
资产负债率	38.18%	33.91%	33.09%	31.91%
净负债比率	15.64%	11.19%	9.91%	8.48%
流动比率	1.41	1.74	2.02	2.29
速动比率	1.01	1.25	1.50	1.75
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.79	0.84	0.89
应收账款周转率	8.09	7.85	8.19	8.23
应付账款周转率	6.38	6.01	6.15	6.27
每股指标(元)				
每股收益	0.58	0.71	0.87	1.07
每股经营现金	1.12	0.82	1.46	1.56
每股净资产	5.95	6.77	7.43	8.29
估值比率				
P/E	36.75	30.10	24.41	19.84
P/B	3.57	3.14	2.86	2.56
EV/EBITDA	24.13	17.30	14.03	11.30

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>