

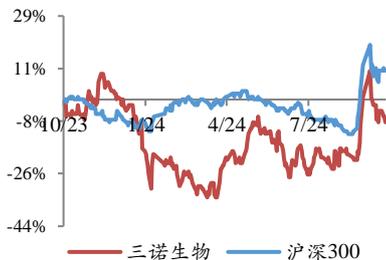
2024Q3 费用投入加大影响利润, CGM 出海在即

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2024-10-28

收盘价 (元)	27.63
近 12 个月最高/最低 (元)	35.46/19.19
总股本 (百万股)	564
流通股本 (百万股)	455
流通股比例 (%)	80.70
总市值 (亿元)	156
流通市值 (亿元)	126

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 谭国超

执业证书号: S0010521120002

邮箱: tangc@hazq.com

分析师: 李婵

执业证书号: S0010523120002

邮箱: lichan@hazq.com

主要观点:

✓ 事件:

公司发布 2024 年三季报, 2024 年前三季度实现营业收入 31.82 亿元, 同比增长 4.83%; 归母净利润 2.55 亿元, 同比下滑 19.71%。其中, 2024Q3 公司营业收入 10.49 亿元, 同比增长 2.05%; 归母净利润 0.58 亿元, 同比下滑 59.44%。

✓ 点评:

● 2024Q3 公司收入端稳步增长, 销售费用率提升明显

2024Q3, 公司整体收入 10.49 亿元, 同比增长 2.05%, 我们预计 BMG 血糖业务保持平稳, CGM 仍维持较高增速。从费用率来看, 2024Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 27.26%、11.68%、10.23%、1.36%, 同比 2023Q3 分别增加 4.0/0.9/2.04/1.09 个百分点。其中销售费用率提升较为明显, 我们预计与公司 CGM 业务在国内线上、线下业务拓展有关。

公司的研发费用率也保持提升趋势, 公司前三季度投入研发费用 2.78 亿元, 同比+13%, 研发费用率达到 8.75%。第三季度, 公司重点推进 CGM 产品在美国的临床进展, 以及公司第二代 CGM 产品的国内外注册和第三代 CGM 产品的研发。公司通过对销售费用和研发费用的大力投入, 努力培育和促进以 CGM 为基础的第二曲线快速成长。

● 海外子公司保持盈利, CGM 海外拓展可期

公司海外子公司 Trividia 2024 年前三季度均保持盈利, 其在美国市场的销售渠道广泛, 预计 CGM 产品美国上市后将进一步提升其盈利能力, 进而公司的商誉减值风险将大大降低。

公司的 CGM 产品已相继在印尼、欧盟、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、土耳其以及约旦等多个国家和地区成功获批。而且, 公司在美国 CGM 临床进展也较为顺利, 预计 2025 年中或第三季度实现获批上市。公司在欧洲市场也正在推进公司 CGM 产品和大经销商的签约工作, 并同步推进部分西欧国家的医保准入工作。我们预计 2025 年公司 CGM 海外市场将贡献一定的收入, 2026 年将进入大规模放量阶段。

● 投资建议

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 43.17 亿元、48.75 亿元和 54.46 亿元 (前值为 43.82 亿元、49.97 亿元和 56.32 亿元), 收入增速分别为 6.4%、12.9%和 11.7%, 2024-2026 年归母净利润分别实现 3.57 亿元、4.73 亿元和 6.16 亿元 (前值为 4.19 亿元、5.47 亿元和 6.82 亿元), 增速分别为 25.4%、32.5%和 30.4%, 2024-2026 年 EPS 预计分

别为 0.63 元、0.84 元和 1.09 元，对应 2024-2026 年的 PE 分别为 44x、33x 和 25x，公司深耕血糖监测领域，BGM 业务稳定增长，CGM 国内初步开始放量，海外市场预计在 2025 年美国市场上市，成长天花板高、潜力大，维持“买入”评级。

● **风险提示**

CGM 销售不及预期风险。

海外子公司经营出现不可预期亏损风险。

市场竞争加剧风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4059	4317	4875	5446
收入同比 (%)	2.7%	6.4%	12.9%	11.7%
归属母公司净利润	284	357	473	616
净利润同比 (%)	-36.3%	25.4%	32.5%	30.4%
毛利率 (%)	54.1%	55.3%	55.8%	56.6%
ROE (%)	9.2%	12.2%	13.9%	15.3%
每股收益 (元)	0.51	0.63	0.84	1.09
P/E	59.53	44.04	33.23	25.48
P/B	5.57	5.36	4.61	3.91
EV/EBITDA	27.53	24.13	19.17	14.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2106	2534	3237	4112	营业收入	4059	4317	4875	5446
现金	786	1231	1797	2543	营业成本	1865	1931	2157	2366
应收账款	478	504	555	605	营业税金及附加	41	43	49	54
其他应收款	13	14	16	18	销售费用	1001	1122	1316	1470
预付账款	47	39	43	47	管理费用	418	443	439	463
存货	632	644	719	789	财务费用	49	34	24	12
其他流动资产	149	103	107	110	资产减值损失	-117	0	0	0
非流动资产	3821	3668	3520	3372	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	48	48	48	48	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	1693	1545	1397	1250	营业利润	275	451	598	780
无形资产	291	291	291	291	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	1789	1783	1783	1783	营业外支出	28	0	0	0
资产总计	5927	6202	6757	7484	利润总额	249	451	598	780
流动负债	1299	1282	1364	1475	所得税	53	95	126	164
短期借款	90	30	30	30	净利润	196	357	473	616
应付账款	287	295	330	355	少数股东损益	-89	0	0	0
其他流动负债	922	957	1005	1090	归属母公司净利润	284	357	473	616
非流动负债	1157	1132	1132	1132	EBITDA	634	641	778	948
长期借款	438	408	408	408	EPS (元)	0.51	0.63	0.84	1.09
其他非流动负债	719	724	724	724					
负债合计	2456	2414	2496	2607					
少数股东权益	392	855	855	855					
股本	564	564	564	564					
资本公积	1087	1087	1087	1087					
留存收益	1427	1281	1754	2371					
归属母公司股东权益	3079	2933	3405	4022					
负债和股东权益	5927	6202	6757	7484					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	735	605	603	782	成长能力				
净利润	196	357	473	616	营业收入	2.7%	6.4%	12.9%	11.7%
折旧摊销	211	156	156	156	营业利润	-26.8%	64.2%	32.5%	30.4%
财务费用	60	30	28	28	归属于母公司净利	-36.3%	25.4%	32.5%	30.4%
投资损失	-1	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	117	62	-54	-19	毛利率 (%)	54.1%	55.3%	55.8%	56.6%
其他经营现金流	231	294	527	635	净利率 (%)	7.0%	8.3%	9.7%	11.3%
投资活动现金流	-371	-8	-8	-8	ROE (%)	9.2%	12.2%	13.9%	15.3%
资本支出	-344	-8	-8	-8	ROIC (%)	7.3%	8.0%	9.3%	10.7%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-27	0	0	0	资产负债率 (%)	41.4%	38.9%	36.9%	34.8%
筹资活动现金流	-406	-145	-28	-28	净负债比率 (%)	70.8%	63.7%	58.6%	53.5%
短期借款	-106	-60	0	0	流动比率	1.62	1.98	2.37	2.79
长期借款	-82	-30	0	0	速动比率	1.03	1.41	1.78	2.19
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-202	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.71	0.75	0.76
其他筹资现金流	-17	-54	-28	-28	应收账款周转率	7.75	8.79	9.21	9.39
现金净增加额	-31	445	566	746	应付账款周转率	6.20	6.64	6.91	6.91

每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.63	0.84	1.09
每股经营现金流(薄)	1.30	1.07	1.07	1.39
每股净资产	5.46	5.20	6.03	7.13

估值比率				
P/E	59.53	44.04	33.23	25.48
P/B	5.57	5.36	4.61	3.91
EV/EBITDA	27.53	24.13	19.17	14.93

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李婵, 医药行业研究员, 主要负责医疗器械和 IVD 行业研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 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%至 15%;
- 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;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。