

三诺生物 (300298.SZ)

CGM 开启成长新曲线，国产血糖监测龙头萌新芽

二十余载炼就国产血糖监测龙头，CGM 开启第二成长曲线。公司深耕血糖监测领域 20 余年，血糖仪产品已覆盖国内 3500 家二级以上医院、超过 22 万家药店及健康服务终端、9000 多家社区医院及乡镇医院。海外方面，公司产品销售已覆盖 135 个国家和地区，在全球 85 个国家和地区完成产品注册，拥有全球用户数量超 2500 万。2023 年 4 月底公司 CGM 产品在国内上市销售，凭借性价比优势快速抢占市场，2023 年 9 月 CGM 产品获得欧盟 CE 认证，海内外并举打造新增长点。

血糖监测行业空间广阔，公司 BGM 龙头地位稳固。全球糖尿病患者率持续攀升，2022 年全球糖尿病患者数达到 5.28 亿人，我国约有 1.41 亿糖尿病患者，奠定了血糖监测行业的需求基础。我国血糖仪渗透率存在较大提升空间，2019 年我国糖尿病患者的血糖仪渗透率仅为 25% 左右，欧美国家达到 90%，世界平均水平为 60%。居民健康意识及收入提高+血糖患者及仪器渗透率提升+多项支持性政策出台，驱动我国血糖监测市场持续扩容，2015-2020 年市场规模由 5 亿美元增至 13 亿美元（2015-2020 年 CAGR 为 22.7%）。公司占据国内 BGM 零售市场 50% 以上的份额，产品涵盖安稳/安稳+、金稳/金稳+、GA、智惠等各种系列，充分满足不同消费者需求，且性价比优势明显，筑牢公司龙头地位。

技术迭代加速 CGM 商业化，高性价比+渠道力+品牌力有望驱动快速放量。技术创新驱动 CGM 产品性能不断完善，CGM 能提供连续的全天血糖信息，较 BGM 优势明显。中国 CGM 渗透率提升空间较大，2020 年 I 型/II 型糖尿病的 CGM 渗透率仅为 6.9%/1.1%，远低于美国的 25.8%/9.0%。公司 CGM 产品采用第三代技术路线，具备准确、稳定、寿命长的优点。公司 CGM 日均使用成本仅为 17.27 元，较其他品牌性价比优势显著。CGM 与 BGM 客户群体具备一定重合度，借助公司在 BGM 领域形成的渠道优势和品牌优势，CGM 产品有望实现快速放量。

并购丰富欧美市场渠道资源，CGM 出海放量可期。基于行业起步早+CGM 纳入医保+技术驱动产品完善等原因，海外 CGM 市场空间广阔。公司 CGM 产品已获欧盟 MDR 认证，2024 年初已开启线上销售，美国 FDA 注册临床有序推进中，海外 CGM 准入进展顺利。Trividia 拥有丰富的商保资源和零售渠道资源，熟悉美国医保政策，为 CGM 在美国销售提供渠道支撑。凭借丰富的海外渠道资源，公司 CGM 出海放量可期。

盈利预测及投资评级：我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 48.31、56.63、64.50 亿元，分别同比增长 19.0%、17.2%、13.9%；归母净利润分别为 4.45、5.53、6.75 亿元，分别同比增长 56.6%、24.2%、21.9%，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：国内 CGM 竞争加剧；海外临床及销售不及预期；海外子公司亏损风险；数据滞后风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,952	4,059	4,831	5,663	6,450
增长率 yoy (%)	67.4	2.7	19.0	17.2	13.9
归母净利润 (百万元)	447	284	445	553	675
增长率 yoy (%)	315.1	-36.3	56.6	24.2	21.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.79	0.50	0.79	0.98	1.20
净资产收益率 (%)	14.7	5.6	10.8	12.0	12.8
P/E (倍)	29.9	47.0	30.0	24.2	19.8
P/B (倍)	4.5	4.5	4.1	3.6	3.1

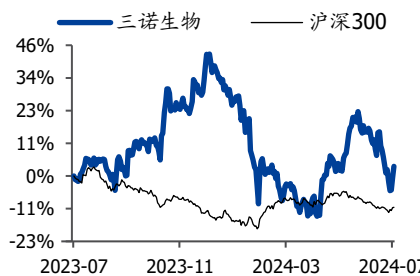
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 7 月 12 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	医疗器械
7月12日收盘价(元)	23.69
总市值(百万元)	13,367.45
总股本(百万股)	564.27
其中自由流通股(%)	80.70
30日日均成交量(百万股)	3.85

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gszq.com

分析师 杨芳

执业证书编号: S0680522030002

邮箱: yangfang@gszq.com

相关研究



内容目录

1. 深耕行业二十余载，国产血糖监测龙头焕新机	5
1.1 国产血糖监测龙头，CGM 开启第二成长曲线	5
1.2 股权结构清晰，核心管理团队经验丰富	7
1.3 传统优势 BGM 业务稳健增长，CGM 贡献收入新增长点	9
2. 血糖监测市场空间广阔，CGM 潜力无限	12
2.1 糖尿病患者基数庞大，奠定血糖监测行业的需求基础	12
2.2 国产 BGM 厂商快速崛起，国产替代方兴未艾	15
2.3 BGM 产品存在痛点，CGM 能提供连续全面的血糖信息	16
2.4 CGM 引领血糖监测市场增长，国产厂商初露锋芒	18
3. CGM 开启第二增长曲线，布局海外前景可期	21
3.1 渠道优势明显，铸就血糖监测国产龙头地位	21
3.2 公司 CGM 技术领先，性价比优势凸显	22
3.3 海外市场持续拓展，收购美国子公司完善全球销售网络	24
3.4 开拓 CGM 海外市场，打开成长新空间	28
4. 盈利预测与估值	30
4.1 盈利预测与关键假设	30
4.2 可比公司估值与投资评级	32
风险提示	34

图表目录

图表 1: 公司发展大事件	5
图表 2: 公司建立起了覆盖家用、等级医院和基层市场的慢病监测产品体系	6
图表 3: 公司 iCARE-2000 检测项目	7
图表 4: 公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）	8
图表 5: 公司核心管理人员履历	9
图表 6: 2015-2024Q1 公司营业收入及同比增速	10
图表 7: 2015-2024Q1 公司归母净利润及同比增速	10
图表 8: 2014-2023 年公司分产品收入情况（亿元）	10
图表 9: 2023 年公司分产品收入占比	10
图表 10: 2014-2024Q1 公司毛利率及净利率	11
图表 11: 2014-2024Q1 公司期间费用率	11
图表 12: 糖尿病分类及特征	12
图表 13: 2017-2027E 全球成年糖尿病患者人数（亿人）	12
图表 14: 2017-2027E 中国成年糖尿病患者人数（亿人）	12
图表 15: 常用血糖监测方法一览	13
图表 16: 糖尿病监测相关产业政策概览	14
图表 17: 2015-2020 年全球糖尿病监测医疗器械市场规模（亿美元）	15
图表 18: 2020 年中美 BGM 销售渠道对比	15
图表 19: 2020 年中国 BGM 市场竞争格局	16
图表 20: 2020 年中国 BGM 院内销售市场竞争格局	16
图表 21: BGM 测量血液 VS CGM 测量组织液	16
图表 22: BGM 和 CGM 血糖监测技术对比	17
图表 23: CGM 显著缩短低血糖事件时间	17

图表 24: 传统指血血糖仪存在检测盲区.....	17
图表 25: 德康 CGM 产品 MARD 演变史.....	18
图表 26: 雅培 FreeStyle 产品 MARD 演变史.....	18
图表 27: 美国、欧盟五国、中国 CGM 渗透率 (2020 年 vs2030E)	18
图表 28: CGM+GLP-1 降低 HbA1c 水平效果更好	19
图表 29: GLP-1 驱动了 CGM 产品的使用	19
图表 30: 2015-2020 年全球 BGM 及 CGM 市场规模 (亿美元)	19
图表 31: 全球 CGM 市场竞争格局 (截至 2021 年 9 月 28 日)	20
图表 32: 中国 CGM 市场竞争格局 (截至 2021 年 9 月 28 日)	20
图表 33: 2019-2023 年公司覆盖药店数量 (万家)	21
图表 34: 2019-2023 年公司用户数量 (万个)	21
图表 35: 2020-2023 年公司产品覆盖医院数量 (家)	21
图表 36: 2019-2023 年糖尿病管理系统覆盖医院数量 (家)	21
图表 37: 各厂家 BGM 产品参数对比	22
图表 38: 血糖监测技术路线及代表公司产品	23
图表 39: 主要 CGM 产品性能参数对比	24
图表 40: 2014-2023 年公司海内外收入占比	25
图表 41: Trividia 主要产品	26
图表 42: 三诺生物 POCT 产品及 PTS 产品	27
图表 43: 2016-2023 年心诺健康收入及增速 (亿元)	27
图表 44: 2016-2023 年心诺健康净利润 (亿元)	27
图表 45: 2016-2023 年三诺健康收入及增速 (亿元)	27
图表 46: 2016-2023 年三诺健康净利润 (亿元)	27
图表 47: 2022 年美国 CGM 市场德康及雅培使用者数量 (万人)	28
图表 48: 2012-2023 年德康医疗收入	28
图表 49: 2018-2023 年雅培 CGM 收入	28
图表 50: 2018-2026E 公司营收拆分与预测	31
图表 51: 2021-2026E 公司期间费用率及预测	32
图表 52: 可比公司估值情况	33

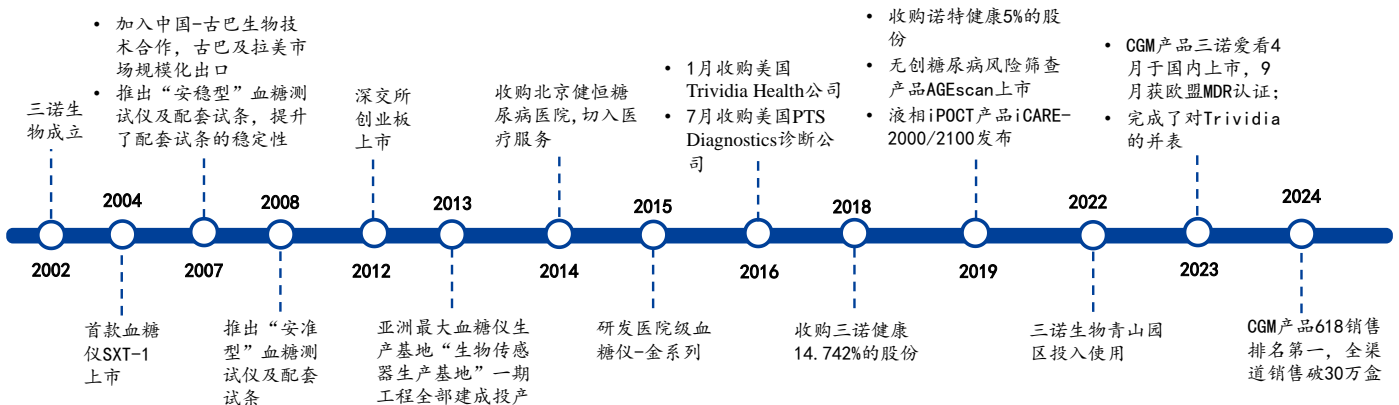
1. 深耕行业二十余载，国产血糖监测龙头焕新机

1.1 国产血糖监测龙头，CGM 开启第二成长曲线

深耕行业二十余载，缔造海内外兼修的国产血糖监测龙头。国内市场方面，公司占据着我国 50% 以上的血糖仪零售市场，血糖仪产品覆盖 3500 家二级以上医院、超过 22 万家药店及健康服务终端、9000 多家社区医院及乡镇医院，业务覆盖 20 多家主流电商平台，超过 50% 的中国糖尿病自我监测人群使用三诺的产品。国际市场方面，公司在全球拥有超过 2500 万用户，业务遍布 135 个国家和地区，已在全球 85 个国家和地区完成产品注册。

- **2002-2013 年：专注血糖监测，精心打磨产品。**三诺生物成立于 2002 年，2004 年推出首款 BGM 产品 SXT-1；2007 年推出“安稳型”血糖仪，提升了配套试条的稳定性；2008 年推出“安准型”血糖仪，提高了操作便利性，主要性能指标达到国际水平。
- **2014-2023 年：并购扩大业务范围，实现全球化布局。**2015 年主打医院市场的金系列上市；2016 年 1 月收购美国 Trividia，拓展国际血糖监测领域；2016 年 7 月收购美国 PTS，积极拓展 POCT 业务；2018 年公司通过发行股份收购三诺健康剩余股权，完成了对 PTS 的并表；2023 年通过对心诺健康增资，完成了对 Trividia 的并表。
- **2023 年-至今：CGM 开启第二成长曲线。**2023 年 4 月 CGM 产品三诺爱看于国内上市，9 月获欧盟 MDR 认证；2024 年 618 期间，公司 CGM 产品全渠道销量破 30 万盒，取得销量排名第一的成绩。CGM 的上市开启了公司第二增长曲线，国产血糖监测龙头迎来发展新机遇。

图表 1: 公司发展大事件



资料来源：公司官网，公司公告，公司公众号，国盛证券研究所

公司已形成以血糖监测为核心，同时覆盖家用、等级医院和基层市场的慢病监测产品体系。公司聚焦以血糖监测产品为核心的慢性病快速检测业务，已形成 5 个产品线及 20 余个子品牌，产品检测指标涵盖血糖、血脂、糖化血红蛋白、尿酸、尿微量白蛋白等 70 多项。从应用场景来看，公司产品可分为家用产品、等级医院专业产品、基层医疗专业产品、医疗健康服务产品四类，充分满足各类场景下的慢病检测需求。

- **家用医疗产品：**
 - 1) 家用血糖监测产品：“三诺爱看持续葡萄糖监测系统”，“安稳”、“安稳+”系列，“金稳”、“金稳+”系列，“GA”系列等。
 - 2) 家用尿酸监测产品：“UA”系列，“捷准”系列，“捷巧”系列等。
 - 3) 血糖尿酸双功能测试仪：“EA”系列，“UG”系列，“捷优”系列等。
 - 4) 血压计：“诺凡 BA”系列。
 - 5) PTS 产品：“A1C Now+”糖化血红蛋白检测系统、“Cardio Chek”血脂检测系统等。
 - 6) Trividia 产品：“真睿®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）。
- **等级医院专业产品：**
 - 1) 医用血糖监测产品：“三诺爱看 H3 持续葡萄糖监测系统”、

院内手持式“臻准”、“金准+/金准+Air”、“安捷”、“真睿®TRUE”等；2) 院内外糖尿病管理系统：打造“生物传感+互联网+医疗+服务”的综合慢病管理模式，连通慢病患者院内、院外信息，实现患者的慢病自我管理。3) iPOCT检测系统：便携式糖化血红蛋白分析系统、和便携式全自动生化分析系统、iCARE 便携式全自动多功能检测仪、iCARE 全自动化学发光免疫分析仪等。4) 糖尿病风险筛查：AGEScan 晚期糖基化终末产物荧光检测仪。

➤ **基层医疗专业产品**：1) iPOCT检测系统：iCARE 便携式全自动多功能检测仪、iCARE 全自动化学发光免疫分析仪、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。2) 手持式检测系统：包含血糖、血脂、尿酸、等单功能或双功能检测仪器。

图表 2: 公司建立起了覆盖家用、等级医院和基层市场的慢病监测产品体系



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

POCT 产品检测菜单丰富，充分满足基层诊所和等级医院的检测需求。经过二十多年的创新发展，公司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病的多指标检测系统的转变。2019年公司发布液相 iPOCT 产品 iCARE-2000/2100，目前已配套 62 个检测项目，充分满足患者需求。完善的 POCT 产品体系及检测项目，满足了基层医疗机构和等级医院的需求，增强了公司的核心竞争力。

图表 3: 公司 iCARE-2000 检测项目

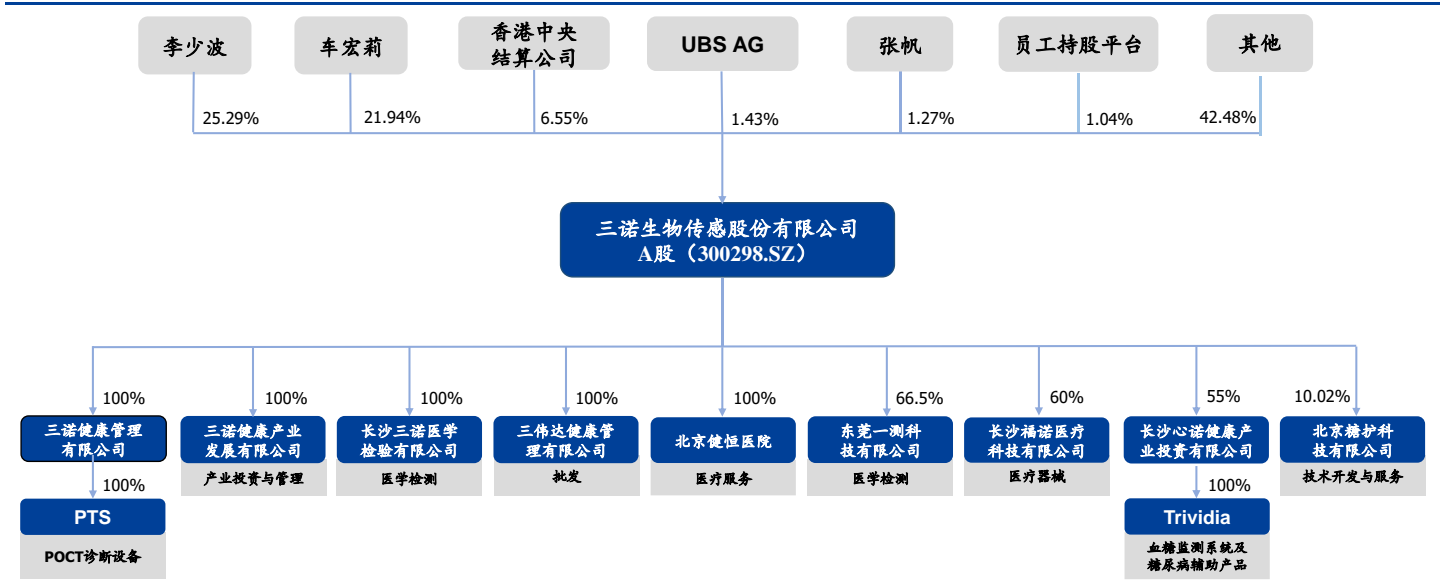
29 张试剂卡，62 个检测项目			
试剂套餐	检测项目	试剂套餐	检测项目
凝血四项检测	APTT、PT、TT、FIB	消化系统筛查	TBA、CHE、a-AMY
凝血酶原时间	INR、PT	胃蛋白酶原	PG I、PG II
D-二聚体	D-Dimer	电解质套餐一	K、Na、Cl、Ca
糖化血红蛋白	HbA1c	电解质套餐二	CO ₂ 、Mg、P、Fe
糖尿病套餐一	Glu、GA	风湿三项	ASO、RF、CRP
糖尿病套餐二	1,5-AG	免疫球蛋白三项	IgG、IgM、IgA
肝功能套餐一	ALT、AST、TB、ALB	心肌酶常规	CK、CKMB、LDH、α-HBDH
肝功能套餐二	DB、TP、ALP、GGT	心肌三项	cTnI、MYO、CKMB
肾功能套餐一	Urea、Crea、UA	脂蛋白相关磷脂酶 A2	LP-PLA2
肾功能套餐二	β ₂ -MG、Cys C	心型脂肪酸结合蛋白	H-FABP
ACR	mALB、Ucr、ACR	炎症一	全程 CRP
中性粒细胞明胶酶相	NGAL	炎症二	全程 CRP、SAA
关脂质运载蛋白		降钙素原	PCT
血脂常规套餐	TC、TG、HDL-C、LDL-C	血清淀粉样蛋白 A	SAA
同型半胱氨酸	HCY		
四高筛查	Glu、HCY、UA、LDL-C		

资料来源：三诺生物官网，国盛证券研究所

1.2 股权结构清晰，核心管理团队经验丰富

公司股权结构清晰稳定，子公司协同发展。公司股权结构稳定，截至 2024Q1，李少波持有 25.29% 的股份，为公司的实际控制人。子公司三诺健康持有美国 PTS 100% 股权，子公司心诺健康持有美国 Trividia 100% 的股权，对 Trividia 和 PTS 的并购，开拓了公司的全球销售渠道和业务范围。Trividia 和 PTS 的自动化生产经验深厚，借助其经验公司实现了国内工厂自动化大规模生产。2023 年公司提出“**One Sinocare 同一个三诺**”，加强了三诺各子公司之间的相互协同与优势整合，有望为三诺整体发展创造更大价值。

图表 4: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

核心管理团队稳定, 从业经验丰富。董事长、总经理李少波先生深耕血糖管理领域二十余年, 有着丰富的企业管理经验, 同时兼任湖南省医疗器械行业协会副会长、中南大学湘雅公共卫生学院客座教授, 对行业发展有着深刻洞见。资历深厚的管理团队为公司发展提供了可靠支撑。

图表 5: 公司核心管理人员履历

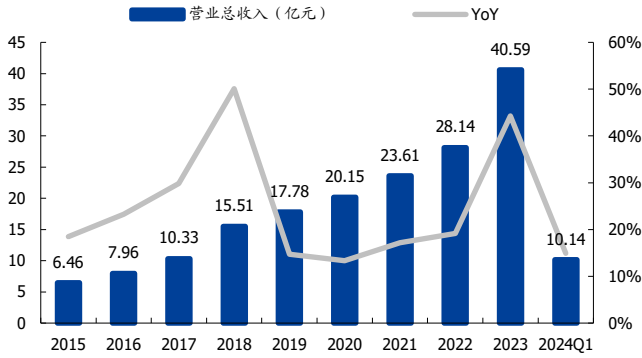
核心管理人员	职务	学历	履历
李少波	董事长、 总经理	湖南医科大学预防医学硕士 中欧国际工商学院 EMBA 清华大学五道口金融学院 EMBA	2021 年获国家科学技术进步二等奖。 2002.08-至今: 三诺生物董事长、总经理 三诺健康产业投资有限公司执行董事、总经理 长沙心诺健康产业投资有限公司董事长 三诺健康管理有限公司执行董事 北京三诺健恒糖尿病医院有限责任公司执行董事
李心一	副董事长	美国加州米尼克大学国际商务专业学士	北京糖护科技有限公司董事 浙江诺特健康科技股份有限公司董事 上海医药大健康云商股份有限公司监事
王世敏	副总经理	湖南大学工商管理学院 EMBA 研究生	1990.09-1996.12: 上海石油化工股份有限公司, 任技术员; 1997.01-2002.12: 英荷皇家壳牌石油化工(新加坡)分公司, 任化学工艺技术员; 2003.01-2007.01: 中海壳牌石油化工有限公司, 任工艺讲师; 2007.02-2007.12: 法国阿科玛化学有限公司上海工程部, 任工艺工程师, 负责新型氟化工常熟项目的筹建工作; 2008.01: 先后担任三诺生物副总经理, 公司董事、副总经理。
蔡建文	副总经理	中欧国际工商学院工商管理硕士	2009.01-2011.05: 江苏水务有限公司财务总监; 2011.05-2014.04: 黑龙江国中水务股份有限公司财务总监; 2014.04-2016.03: 香港国中水务有限公司总经理; 2015.09-2020.09: 创业集团(控股)有限公司执行董事; 2020.10 加入三诺生物, 现任公司副总经理。
何竹子	财务总监	湖南大学会计系, 经济学学士 CMA 管理会计师	2000.04-2013.08: 百事可乐中国区工作, 历任百事南区财务分析和计划经理, 中国区财务计划和计划经理等; 2013.09-2015.08: 曾先后担任重庆金夫人集团财务总监, 江西正邦集团财务副总监; 2015.09 起担任公司财务长职务。现任公司财务总监
郑霖耘	副经理、 董事 会秘书	2011 年: 新加坡国立大学生物医学工程学院, 获一级荣誉学士学位; 2015 年: 新加坡国立大学综合科学与工程研究生院博士学位; 2015 年 8 月-2017 年 10 月: 新加坡国立大学机械生物学研究院博士后研究员	2017 年 11 月-2020 年 6 月: 豪雅集团—新加坡豪雅手术光学公司资深研发科学家; 2020 年 6 月-2022 年 6 月: 必妥普服务(新加坡)有限公司生物相容性和微生物首席专家; 2022 年 7 月起先后担任公司生物相容性和微生物首席专家、投关/业务拓展总监

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3 传统优势 BGM 业务稳健增长, CGM 贡献收入新增长点

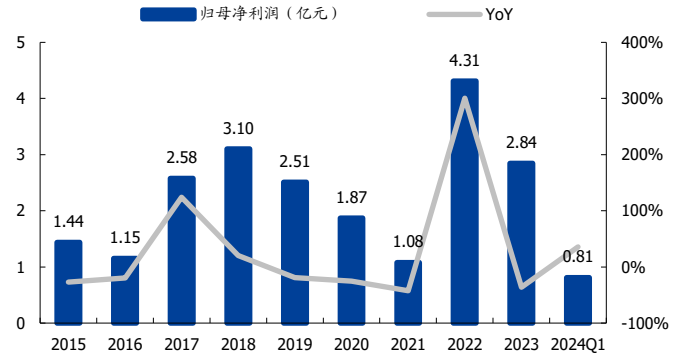
BGM 优势显著驱动收入稳定增长, 利润端波动主要系海外子公司经营业绩及 CGM 市场投入的影响。受益于血糖监测的旺盛需求及公司在血糖监测零售渠道的龙头地位, 公司营收维持稳健增长, 2023 年实现营业收入 40.59 亿元, 2015-2023 年收入 CAGR 为 25.84%。2023 年收入同比增长 44.26%, 主要系美国子公司 Trividia 并表的影响, 调整后实现同比增长 2.69%。2018-2021 年公司归母净利润有所下滑, 主要系商誉减值及海外子公司亏损的影响。2022 年归母净利润同比增长 300.56%, 主要系 Trividia 经营改善及收到诉讼赔偿款的影响。2023 年公司加大了以 CGM 为基础的第二增长曲线投入, 同时受到心诺健康利息费用、Trividia 经营亏损、商誉减值等因素影响, 2023 年公司实现归母净利润 2.84 亿元, 同比下滑 36.31%。

图表 6: 2015-2024Q1 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2015-2024Q1 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

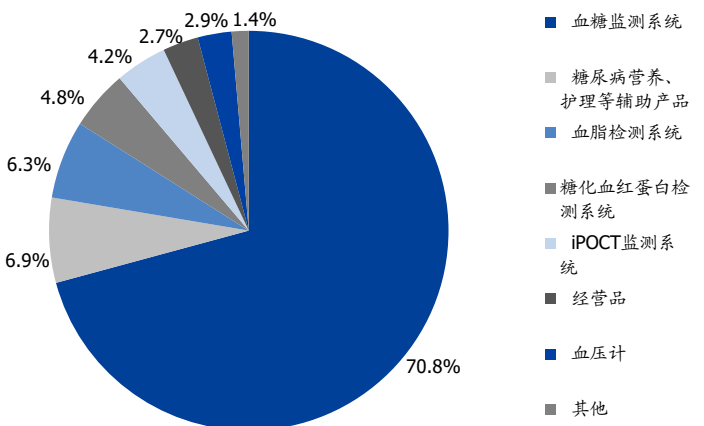
公司积极开拓多元化业务增长点,但血糖监测产品仍为收入核心来源。从产品结构来看,血糖监测是公司的核心业务(涵盖 BGM 产品及 2023 年上市的 CGM 产品),2017 年及之前收入占比在 98%以上。2018 年后血脂检测、糖化血红蛋白检测收入占比上升,但血糖监测依然是公司主要的收入来源,收入贡献在 70%以上。随着公司收购美国子公司 Trividia、PTS,业务范围也扩展至血脂、糖化血红蛋白等 POCT 检测业务,实现了从血糖监测服务提供商向慢性病即时检测产品提供商和服务商的转变,业务结构日趋多元。

图表 8: 2014-2023 年公司分产品收入情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

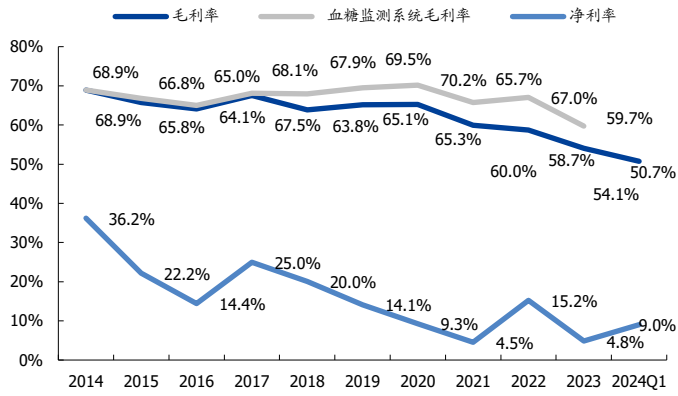
图表 9: 2023 年公司分产品收入占比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

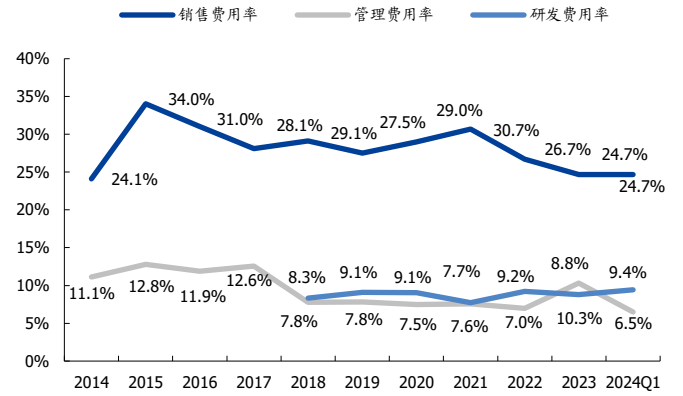
产品结构变化导致毛利率有所波动,期间费用率较为平稳。公司毛利率近年来有所波动,主要系产品结构变化影响,2023 年并表 Trividia 导致整体毛利率下滑至 54.1%。核心业务血糖监测毛利率较为稳定,2014-2022 年均维持在 65%以上,2023 年有所下滑,我们判断主要系 CGM 处于市场快速推广阶段,需要依靠性价比优势抢占市场份额,同时规模效应尚未体现。随着公司营业收入持续扩大,规模效应下期间费用率较为稳定,2018-2023 年维持在 42%-46%之间,费用管控情况良好。

图表 10: 2014-2024Q1 公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2014-2024Q1 公司期间费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 血糖监测市场空间广阔，CGM 潜力无限

2.1 糖尿病患者基数庞大，奠定血糖监测行业的需求基础

糖尿病是以血糖升高为特征的代谢性疾病，血糖长期控制不佳会导致器官组织损害。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。糖尿病典型的症状是“三多一少”，即多饮、多尿、多食及消瘦。糖尿病患者若血糖长期控制不佳，可导致器官组织损害，伴发各种器官，尤其是眼、心、血管、肾、神经损害或器官功能不全或衰竭，严重可致患者残疾或者死亡。按照世界卫生组织（WHO）及国际糖尿病联盟（IDF）专家组的建议，糖尿病可分为I型、II型、妊娠糖尿病及其他特殊类型4种。

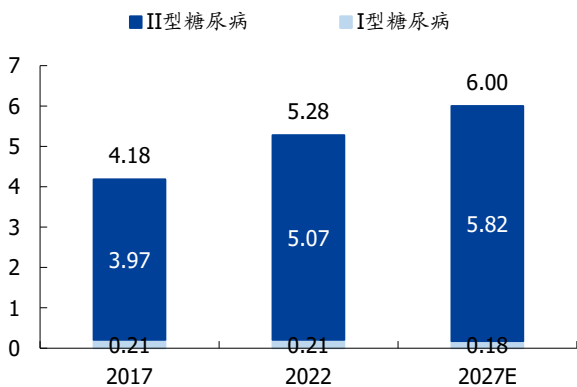
图表 12: 糖尿病分类及特征

类型	特征
I型糖尿病	又被称为胰岛素依赖型糖尿病，由于胰岛β细胞被破坏，因而胰岛素分泌缺乏，需要终身依赖外源性胰岛素补充以维持生命。
II型糖尿病	又被称为非胰岛素依赖型糖尿病，以胰岛素抵抗为主伴胰岛素不足；或以胰岛素分泌不足为主伴胰岛素抵抗。
妊娠糖尿病	在妊娠期间首次发现的糖耐量受损或糖尿病称为妊娠糖尿病。
其他特殊类型糖尿病	胰腺疾病或内分泌疾病引起的糖尿病、药物引起的糖尿病以及遗传疾病伴有的糖尿病等，某些类型的糖尿病是可以随着原发疾病的治愈而缓解的。

资料来源：公司招股书，WHO，IDF，国盛证券研究所

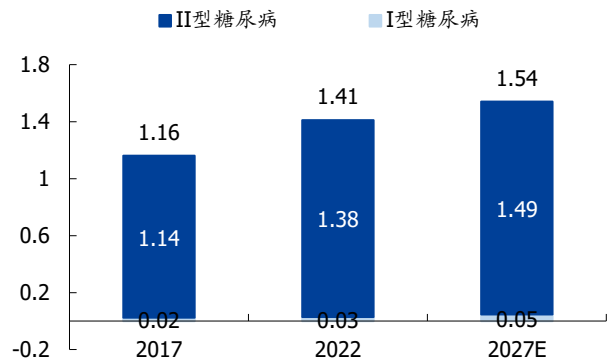
糖尿病患者数量持续攀升，中国糖尿病患者知晓率与治疗率较低，奠定血糖监测需求基础。受人口老龄化、超重人数上升等影响，中国糖尿病患病率持续上升。根据灼识咨询数据显示，我国糖尿病患病率在1980年、1994年、2008年分别达到0.67%、2.28%、9.7%，到2018年进一步上升至12.4%。截至2022年，我国约有1.41亿糖尿病患者，其中仅0.55亿人知晓自己的病情（知晓率38%），约0.49亿人在接受治疗（治疗率为35%），仅有约0.25亿人可以有效控制病情。预计糖尿病患者人数仍将持续上升，到2027年中国糖尿病患者数将达到1.54亿人，全球糖尿病患者将达到6.00亿人，奠定了血糖监测市场的坚实基础。

图表 13: 2017-2027E 全球成年糖尿病患者人数 (亿人)



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

图表 14: 2017-2027E 中国成年糖尿病患者人数 (亿人)



资料来源：灼识咨询，国盛证券研究所

血糖监测是治疗糖尿病的基础，监测结果可用于降糖方案的制定和治疗效果的评估。血糖监测是糖尿病管理的重要内容，血糖监测结果可以反映糖尿病患者糖代谢紊乱的程度，用于制定合理的降糖方案，评价降糖治疗效果。临床常用的血糖监测方法包括毛细血管血糖监测、糖化血红蛋白（glycated hemoglobin A1c, HbA1c）、糖化白蛋白（glycated albumin, GA）和持续葡萄糖监测（continuous glucose monitoring, CGM）等，其中毛

细血管血糖监测包括患者自我血糖监测（self-monitoring of blood glucose, SMBG）及在医院内进行的即时检测（point-of-care testing, POCT），是血糖监测的基本形式。HbA1c 是反映既往 2~3 个月血糖水平的公认指标。CGM 可提供连续、可靠的全天血糖信息，临床价值愈发凸显。

图表 15: 常用血糖监测方法一览

血糖监测方式	临床意义	临床应用	局限性
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制定个体化监测方案与频率	存在血糖仪检测技术和采血部位的限制
糖化血红蛋白 (HbA1c)	反映既往 2-3 个月血糖水平	制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。 HbA1c ≥ 6.5% 是糖尿病的补充诊断标准	检测结果对调整治疗后的评估存在“延迟效应”，不能精确反映患者低血糖的风险，也不能反映血糖波动的特征
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	合并某些疾病（如肾病综合征、肝硬化等）影响白蛋白更新速度时，GA 的检测结果并不可靠。另外，GA 不能精确反映血糖波动的特征
持续葡萄糖监测 (CGM)	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：中国血糖监测临床应用指南（2021年版），国盛证券研究所

多项支持政策陆续出台，血糖监测行业蓬勃发展。 国家出台了多项血糖监测行业相关政策，《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》中提出要加快发展无创血糖检测等新技术；《建档立卡贫困人口慢病家庭医生签约服务工作方案》提出确诊 II 型糖尿病的患者每年可以免费提供 4 次血糖监测；《健康中国行动（2019-2030 年）》中明确提出了要将我国成年人对于糖尿病的知晓率从 2018 年 43.3% 的提升至 2030 年的 60% 以上，同时治疗率、控制率和筛查率也要持续提高。《中国 1 型糖尿病诊治指南（2021 版）》明确提出，对存在血糖波动大、反复低血糖等状况的 I 型糖尿病患者，建议首选 CGM。各项支持性政策陆续出台，驱动血糖监测行业蓬勃发展。

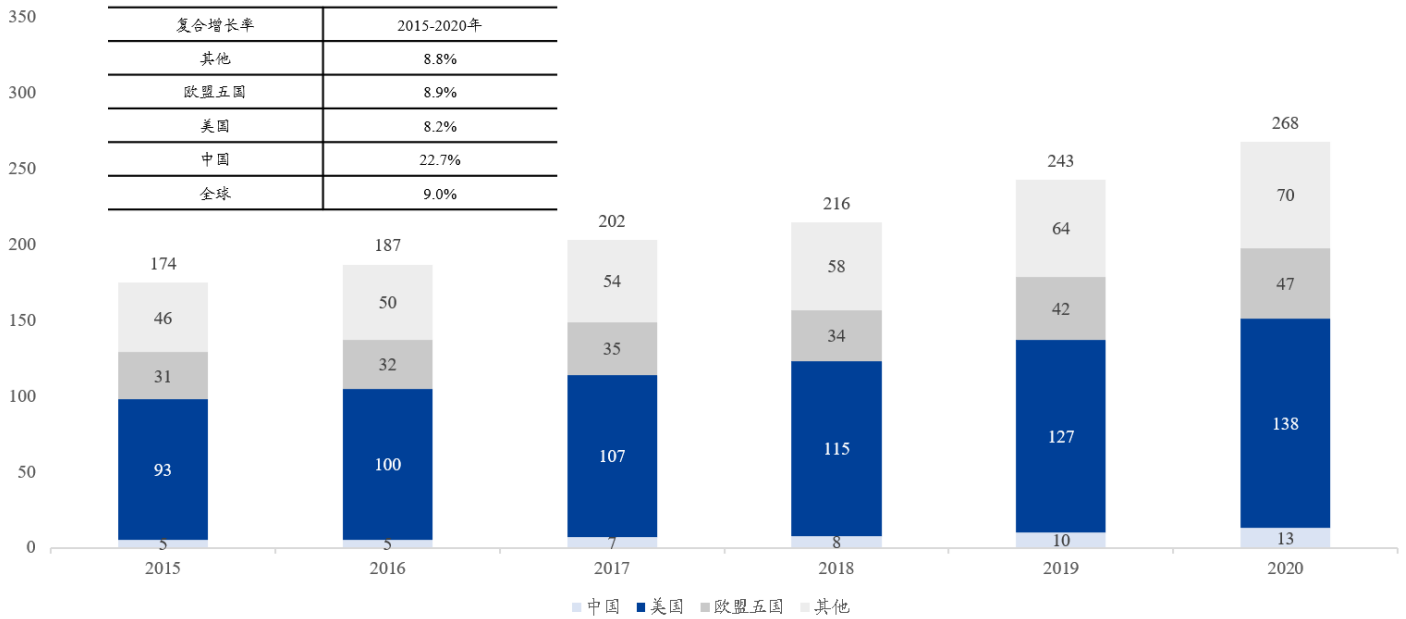
图表 16: 糖尿病监测相关产业政策概览

时间	部门	政策	相关内容
2015年9月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	三级医院分流慢性病患者，基层医疗卫生机构可以与二级以上医院、慢性病医疗机构等协同为慢性病等患者提供服务
2016年5月	国家卫生计生委办公厅	《关于6起药品虚假宣传广告的公告》	内分泌科设置动态血糖监测仪、快速血糖仪、胰岛素注射泵
2017年2月	国务院办公厅	《中国防治慢性病中长期规划（2017-2025年）》	社区卫生服务中心和乡镇卫生院逐步提供血糖血脂检测、简易肺功能测定和大便隐血检测等服务
2017年5月	科技部办公厅	《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	加快发展无创血糖检测、非接触式心电、心理状态测量、心肺功能检测和健康大数据分析等新技术
2018年9月	国家卫健委	《建档立卡贫困人口慢病家庭医生签约服务工作方案》	对确诊的2型糖尿病患者，每年提供4次免费空腹血糖检测和面对面随访
2019年7月	国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	全面落实35岁以上人群首诊测血压制度，加强高血压、高血糖、血脂异常的规范管理
2020年11月	民政部办公厅	《养老机构新冠肺炎疫情常态化防控指南》	对患有慢性病的老年人，做好血压血糖等指标监测，规律用药，做好慢性病防控
2021年9月	疾病预防控制局	《健康中国行动（2019-2030年）》	自我血糖监测应在专业医生和/或护士的指导下开展
2022年5月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	推进高血压、高血糖、高血脂“三高”共管试点，完善慢性病健康管理适宜技术和服务模式推进基层慢性病医防融合管理
2022年7月	国家卫生健康委 国家中医药局	《乡镇卫生院服务能力标准（2022版）》 《社区卫生服务中心服务能力标准（2022版）》 《村卫生室服务能力标准（2022版）》	1) 社区医院必须设置医学检验科（化验室）； 2) 基层医疗机构必须配备血球计数仪、尿常规分析仪、急诊生化分析仪、全自动化学发光仪凝血仪等常规检验设备，乡镇卫生院须开设47个检验科目； 3) 在审批、设立标准、人力资源、定价、医保等方面放开约束促进基层诊所的快速发展。
2022年11月	中华医学会糖尿病学分会	《中国1型糖尿病诊治指南（2021版）》	1) T1DM患者胰岛功能差，血糖波动大，更可能从CGM中获益，推荐首选其进行CGM 2) 葡萄糖在目标范围内时间（TIR）应纳入血糖控制目标，同时关注低血糖时间和血糖波动 3) 存在血糖波动大、反复低血糖、无症状性低血糖或无法解释的高血糖的T1DM患者，应进行持续葡萄糖监测（CGM）

资料来源：智研咨询，公司年报，中国政府网，中华医学期刊网，中华糖尿病杂志，国盛证券研究所

中国血糖监测器械市场增长稳健，2015-2020年复合增速为22.7%。全球糖尿病监测器械市场稳定增长，市场规模由2015年的174亿美元增至2020年的268亿美元（CAGR为9.0%）。与美国、欧洲等发达国家和地区相比，中国糖尿病患者诊出率较低，市场教育也相对薄弱，自我血糖监测仍待持续推广。中国糖尿病监测器械市场规模尚小，2020年市场规模为13亿美元（2015-2020年CAGR为22.7%）。在人口老龄化加剧、糖尿病患者数量增加、市场认知程度提升等因素的推动下，中国血糖监测行业市场前景广阔。

图表 17: 2015-2020 年全球糖尿病监测医疗器械市场规模 (亿美元)



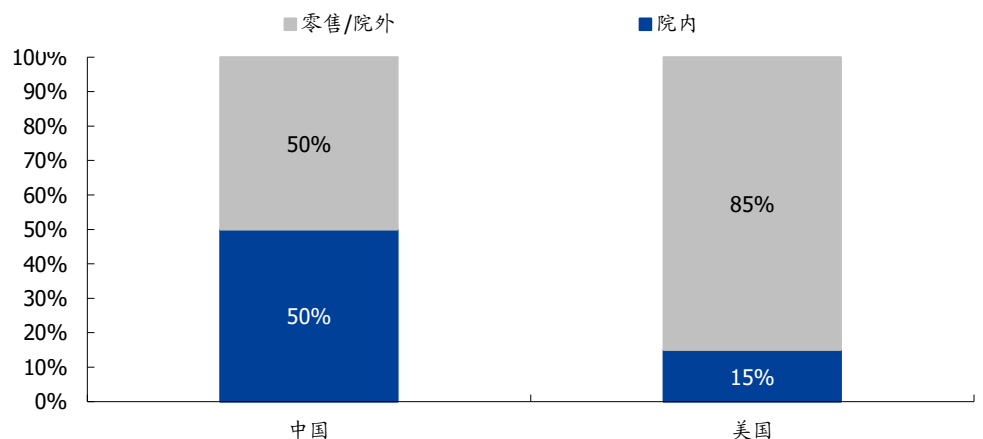
资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

2.2 国产 BGM 厂商快速崛起, 国产替代方兴未艾

BGM 零售市场国产化率较高, 2023 年三诺占据 50% 以上份额, 院内市场仍由进口品牌占主导地位。国内 BGM 市场整体由进口品牌占主导, 2020 年强生、罗氏、雅培三家进口品牌分别占据 34.0%、19.4%、7.8% 的市场份额, 公司份额为 12.6%, 位居国内第三、国产第一。从销售渠道来看, 欧美等发达国家由于血糖监测行业起步较早、商保渠道完善、市场教育相对充分等原因, BGM 的销售主要以院外渠道为主。2020 年零售渠道在美国 BGM 销售中的比例达到 85%, 而在中国仅为 50%。

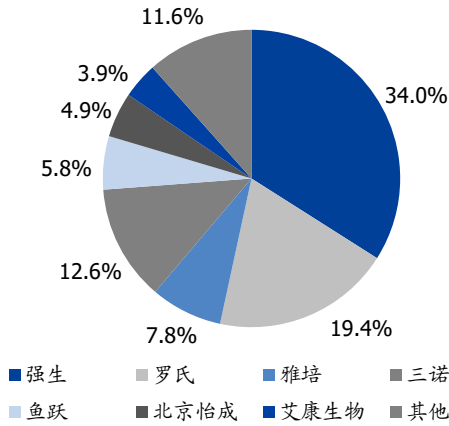
- **零售市场:** 根据公司 2023 年年报, 公司在血糖仪零售市场的份额升至 50% 以上, 凸显强劲渠道优势。
- **院内市场:** 外资品牌由于进入时间早, 技术领先, 占据了国内大部分市场份额, 2020 年中国院内 BGM 市场中, 国产品牌份额仅占到 10%。随着国产厂商技术持续进步, 产品性能愈发稳定, 国产品牌逐步得到广大糖尿病患者的认可, 院内市场国产化率有望逐步提升。

图表 18: 2020 年中美 BGM 销售渠道对比



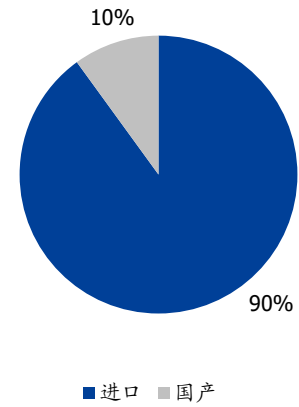
资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 19: 2020 年中国 BGM 市场竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 20: 2020 年中国 BGM 院内销售市场竞争格局



资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

2.3 BGM 产品存在痛点, CGM 能提供连续全面的血糖信息

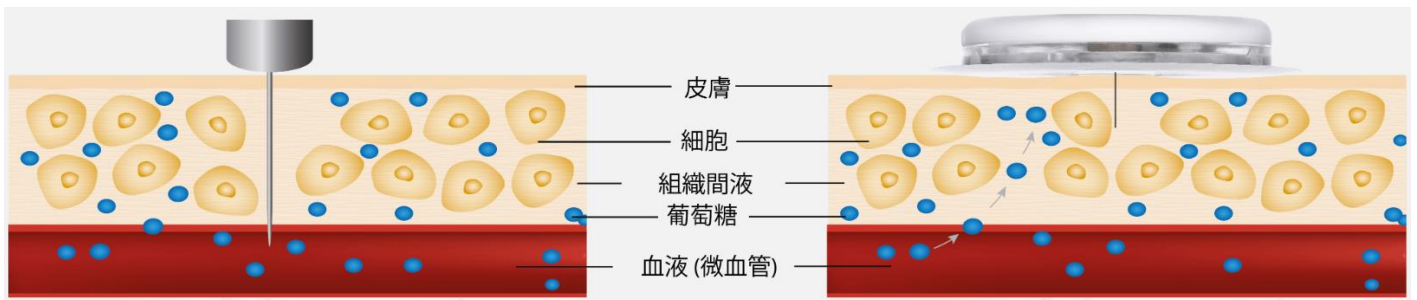
传统 BGM 产品在患者舒适度、操作便捷性方面存在痛点。目前糖尿病患者自我血糖监测的方式主要有两种, 传统指血检测 (Blood Glucose Monitoring, BGM) 和连续血糖监测 (Continuous Glucose Monitoring, CGM)。BGM 应用较为成熟普遍, 但存在较多痛点:

(1) 患者舒适度较差: 需要刺破手指或其他身体部位, 患者较为痛苦; 操作不当可能导致患者感染等;

(2) 操作繁琐: 根据 ADA 指南, 血糖未达标患者每天至少检测 5 次, 操作较为繁琐; 须随身携带全套工具 (采血笔、试纸、检测仪等);

(3) 产品功能方面: 夜间无法检测, 难以避免对患者危害很大的夜间低血糖事件; 两次测量之间血糖或高或低的状态可能被遗漏, 存在监控盲区且可能导致不当的治疗决策 (如在实际血糖水平下降时给予胰岛素治疗)。

图表 21: BGM 测量血液 VS CGM 测量组织液



资料来源: 雅培官网, 国盛证券研究所

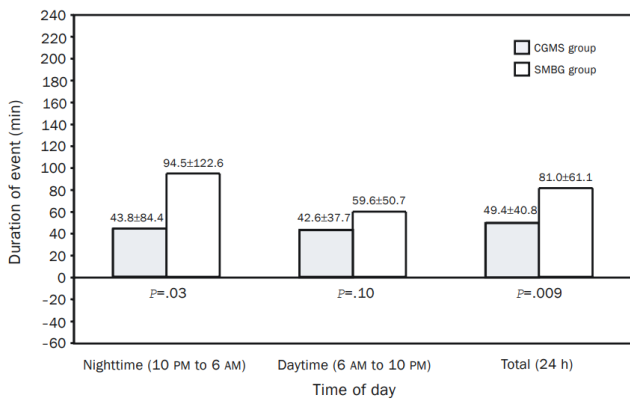
图表 22: BGM 和 CGM 血糖监测技术对比

项目	传统指血检测 (BGM)	连续葡萄糖监测技术 (CGM)
机制和性能	1. 通过一次性试纸检测血糖值 2. 部分血糖仪具有数据存储功能, 可通过管理软件将血糖信息输入电脑	1. 通过植入 一次性葡萄糖传感器 连续监测葡萄糖水平 2. 记录仪或显示器可获得监测结果, 通过分析软件获得监测图谱和数据
数据特点	1. 如"快照"即时反映某点血糖 2. 糖尿病管理方案的制定基于分散的数据, 这些数据可以部分反映患者血糖随饮食、药物、运动等事件的变化 3. 血糖仪导出的记录可回顾性描述血糖谱, 血糖谱由少数血糖值组成	1. 如"录像"反映血糖变化情况 2. 连续反映 患者血糖随饮食、药物、运动等事件的变化 3. 反映血糖变化趋势 的数据 (如变化的速率和方向等), 可以帮助患者了解血糖变化的整体趋势和个体化特征
测量方法	1. 测定毛细血管血中葡萄糖水平 2. 用采血针和试纸取血, 一般采手指血, 也可以使用其他部位	1. 测定 皮下组织间液葡萄糖水平 2. 葡萄糖传感器埋植于腹部皮下, 或手臂等其他部位

资料来源: 中国持续葡萄糖监测临床应用指南 (2017年版), 国盛证券研究所

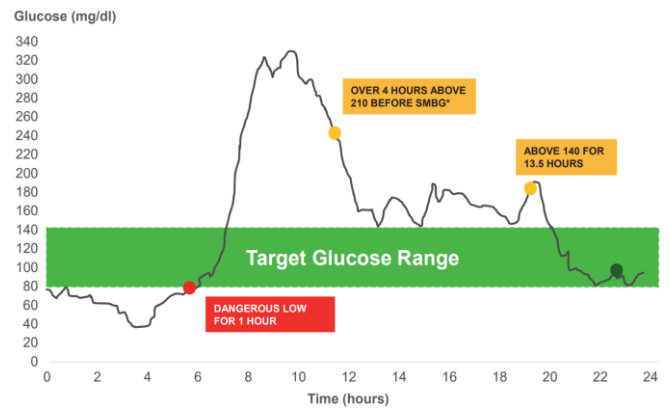
CGM 能够提供全天候、实时血糖监测, 辅助患者更有效地控制血糖水平。连续血糖监测可以实时检测患者血糖水平, 具备发现隐匿性高血糖和低血糖的能力, 能避免患者因 BGM 提供信息不足导致的胰岛素注射量不准确的情况。大量研究表明, 与传统 BGM 产品相比, CGM 能有效改善血糖控制。Tanenberg R 对 109 例胰岛素治疗的成人 I 型或 II 型糖尿病患者进行了为期 3 个月的研究, 结果表明 CGM 组患者的低血糖平均持续时间显著低于 BGM 组。

图表 23: CGM 显著缩短低血糖事件时间



资料来源: 《Mayo Clinic proceedings》, 国盛证券研究所

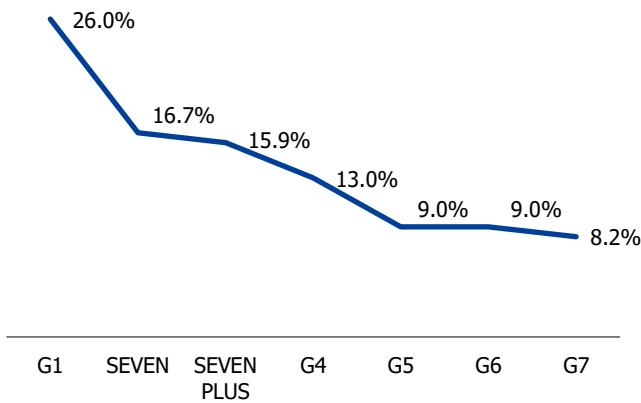
图表 24: 传统指血血糖仪存在检测盲区



资料来源: 德康医疗官网, 国盛证券研究所

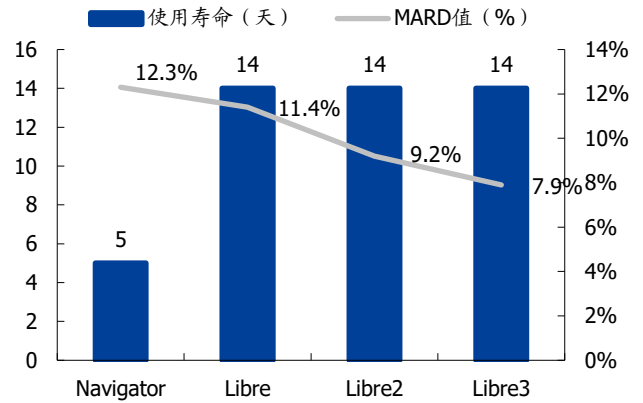
CGM 产品历经更迭, 产品精度持续提升。根据 Kovatchev 等人发表于《Diabetes Technol Ther》的研究, MARD ≤ 10% 的 CGM 系统可替代指血血糖仪进行糖尿病治疗决策, 德康 CGM 产品从 G1 更迭至 G7, MARD 值从 26.0% 不断改善至 8.2%, 引领 CGM 产品走向完善。雅培瞬感系列 CGM 产品采用二代传感器技术路线, 具备低电位反应、干扰物少、信号稳定等特点, 且生产成本可能相对较低。雅培 FreeStyle 系列产品准确度持续提升, MARD 值从 Navigator 的 12.3% 优化至 Libre3 的 7.9%, 传感器寿命由 5 天提升至 14 天。技术驱动 CGM 产品持续完善, 产品迭代至更加精准、小巧、便捷, 患者舒适度持续提升, 提高了市场对 CGM 产品的认可度。

图表 25: 德康 CGM 产品 MARD 演变史



资料来源: 德康官网, 国盛证券研究所

图表 26: 雅培 FreeStyle 产品 MARD 演变史

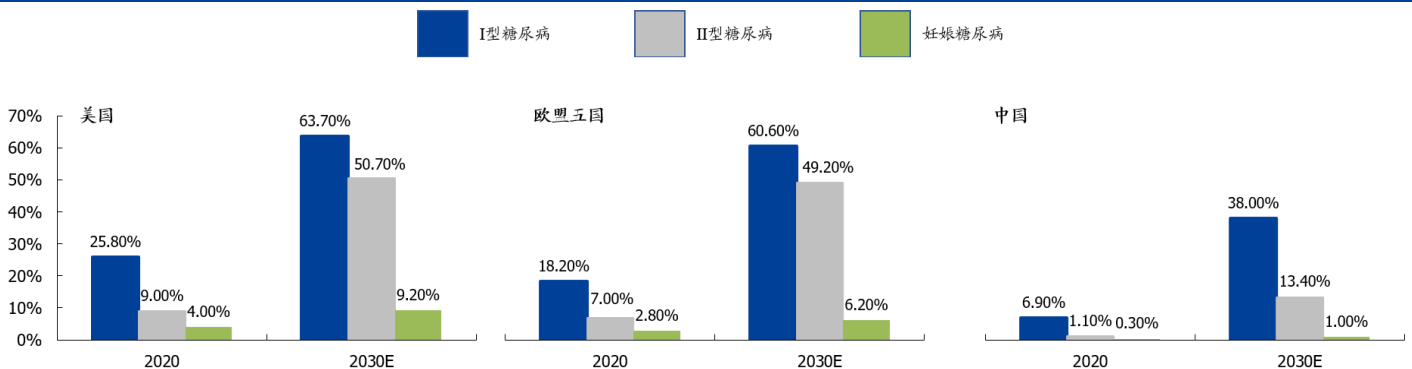


资料来源: 动脉网, 《Journal of Diabetes Science and Technology》, 国盛证券研究所

2.4 CGM 引领血糖监测市场增长, 国产厂商初露锋芒

与欧美等成熟市场相比, 中国 CGM 渗透率有较大提升空间。由于 CGM 产品价格相对较高, 且大多数 CGM 使用者为新诊断患者, 导致 CGM 在中国的渗透率相对较低。以 I 型糖尿病为例, 2020 年中国 CGM 渗透率仅为 6.9%, 远低于美国 (25.8%) 及欧盟五国 (18.2%), 中国 CGM 市场增长潜力较大。随着人们健康意识的提升, 以及更多 CGM 产品上市, 渗透率有望快速提升。预计到 2030 年, 中国 I 型/II 型/妊娠糖尿病中 CGM 渗透率分别有望达到 38.0%/13.4%/1.0%。

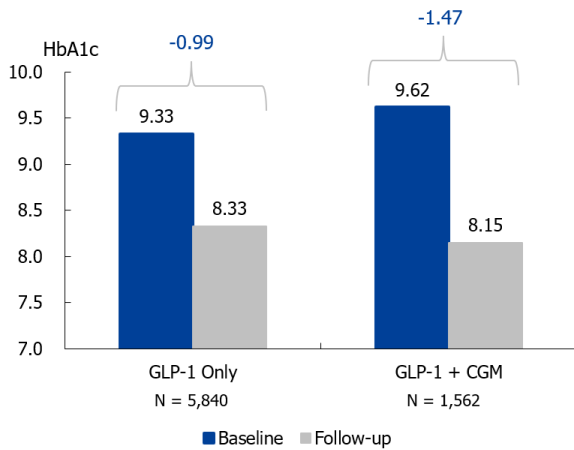
图表 27: 美国、欧盟五国、中国 CGM 渗透率 (2020 年 vs 2030E)



资料来源: 微泰医疗招股书, 国盛证券研究所

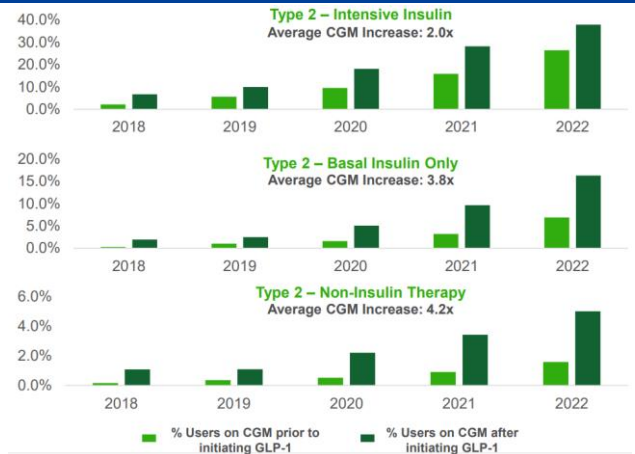
GLP-1 类药物的使用有望加速 CGM 产品渗透率的提升。从治疗效果看, 与单独使用 GLP-1 药物相比, CGM 与 GLP-1 联用能更好的降低 HbA1c 的水平。Dexcom 数据表明, GLP-1 的使用增加了 CGM 产品的使用量。随着 GLP-1 类药物的使用者持续增加, CGM 产品的渗透率有望随之加速增长。

图表 28: CGM+GLP-1 降低 HbA1c 水平效果更好



资料来源: 德康官网, 国盛证券研究所

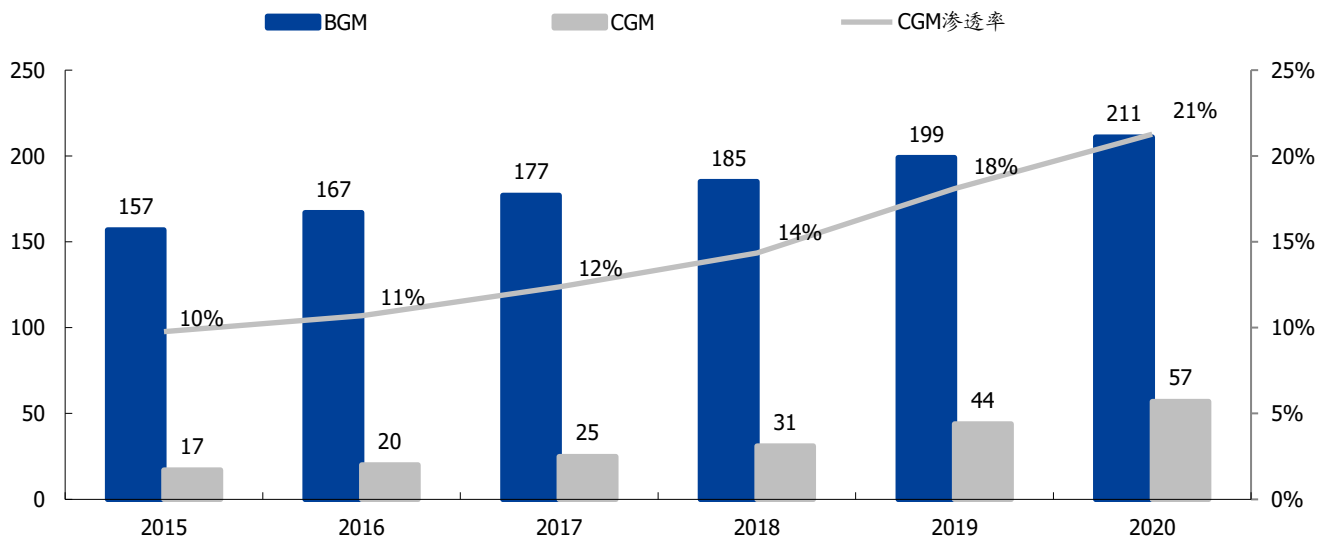
图表 29: GLP-1 驱动了 CGM 产品的使用



资料来源: 德康官网, 国盛证券研究所

BGM 市场成熟稳定, CGM 高速发展引领增长。根据灼识咨询数据, 2020 年全球 BGM 与 CGM 市场规模分别达到 211 亿美元和 57 亿美元, 2015-2020 年增速 CAGR 分别为 6.09% 与 27.38%, CGM 市场保持高速增长。2020 年全球 CGM 渗透率为 21%, 未来渗透率有望不断提升。

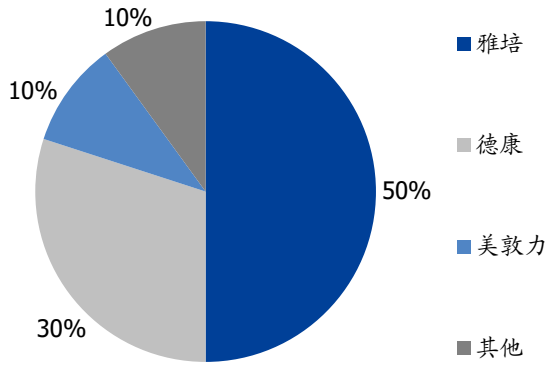
图表 30: 2015-2020 年全球 BGM 及 CGM 市场规模 (亿美元)



资料来源: 灼识咨询, 国盛证券研究所

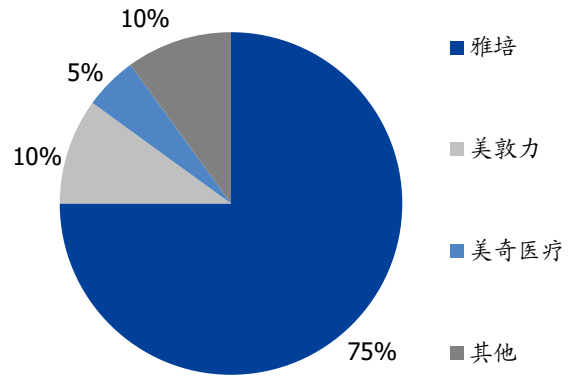
雅培、德康双雄争霸全球 CGM 市场, 国产 CGM 陆续上市崭露头角。2017 年雅培推出首款自校准的 CGM 产品 FreeStyleLibre, 2018 年德康推出 G6, 两家公司 CGM 业务迎来高速发展。凭借着全球范围内广泛的销售网络, 2020 年雅培占据了全球 CGM 市场 50% 的份额。德康深耕美国市场, 其全球 CGM 市场份额为 30% (截至 2021 年 9 月 28 日), 全球市场呈现雅培、德康双寡头局面。国内市场亦由进口品牌主导, 雅培、美敦力分别占据中国 CGM 市场 75%、10% 的市场份额 (截至 2021 年 9 月 28 日)。随着三诺、鱼跃、硅基等国产 CGM 产品陆续上市, 国产优秀品牌产品性能比肩进口品牌, 且性价比优势更加突出, 具备更强市场竞争力, 国产替代大有可为。

图表 31: 全球 CGM 市场竞争格局 (截至 2021 年 9 月 28 日)



资料来源: 微泰医疗招股书, 国盛证券研究所

图表 32: 中国 CGM 市场竞争格局 (截至 2021 年 9 月 28 日)



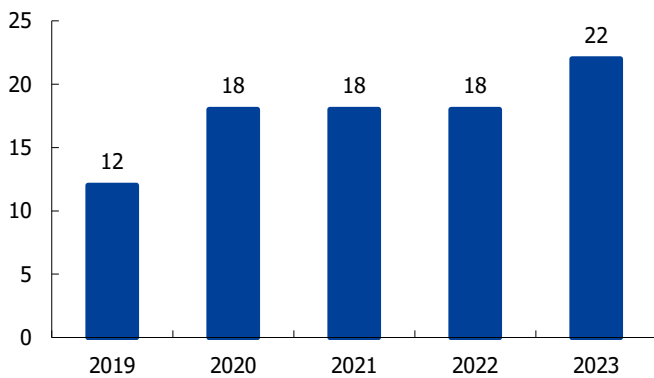
资料来源: 微泰医疗招股书, 国盛证券研究所

3. CGM 开启第二增长曲线，布局海外前景可期

3.1 渠道优势明显，铸就血糖监测国产龙头地位

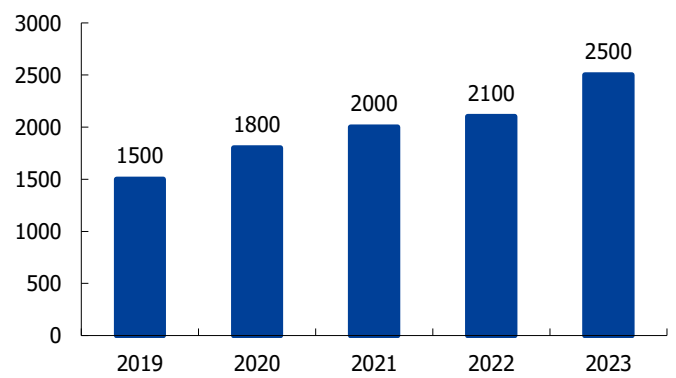
零售市场实力强劲，院内市场积极布局，血糖监测龙头地位稳固。零售市场，公司占据着我国 50% 以上的血糖仪零售市场，截至 2023 年，公司已组建了一支 1367 人的销售团队，覆盖超过 22 万家药店及健康服务终端，业务覆盖 20 多家主流电商平台，在全球拥有超过 2500 万用户。院内市场，公司结合自身优势，不断加大信息化投入，拓展与等级医院、基层医院等机构的合作。截至 2023 年，公司已覆盖 3500 家二级以上医院和超过 8000 家基层医疗机构，并为 1200 多家等级医院提供院内血糖管理主动会诊系统，以数字化为驱动帮助建设医院专业化能力。

图表 33: 2019-2023 年公司覆盖药店数量 (万家)



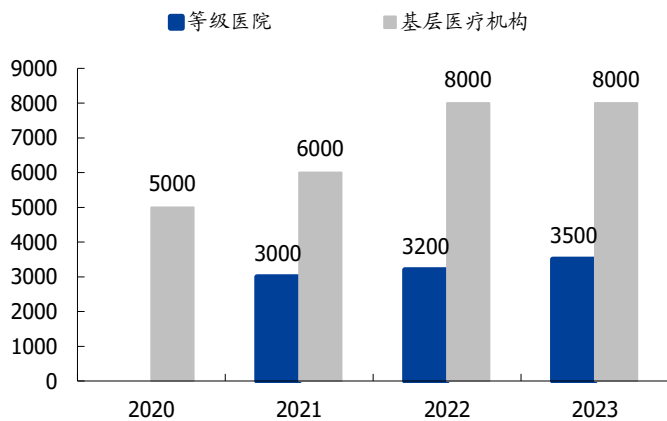
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 2019-2023 年公司用户数量 (万个)



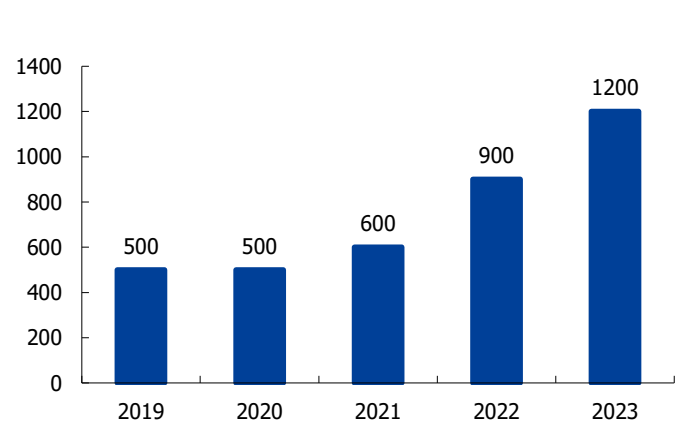
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 2020-2023 年公司产品覆盖医院数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 2019-2023 年糖尿病管理系统覆盖医院数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

BGM 产品系列丰富，性价比优势凸显。三诺生物、鱼跃医疗等国产厂商开发脱氢酶技术，采用更细采样针，在技术指标、使用体验上与进口品牌无较大差异。但国产厂商性价比优势明显，在零售市场的优势更加突出。三诺、鱼跃、微泰等国产 BGM 套组（仪器+试纸）价格基本在 100 元左右，远低于进口品牌，且一次性耗材的价格仅为国际品牌的 1/3~1/2 左右。血糖仪的试纸使用具有一定排他性，国产厂家血糖仪价格较低，能够形成引流作用，带动试纸销量增长，从而快速抢占进口厂商份额。公司 BGM 产品包含安稳/安稳+、金稳/金稳+、GA、智惠等各种系列，能够有效满足消费者的不同需求，产品性价比优势显著，筑牢公司龙头地位。

图表 37: 各厂家 BGM 产品参数对比

国产/进口	厂家	产品	尺寸 (mm)	检测范围 (mmol/L)	检测时间 (s)	用量 (μl)	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	35*5	1.1-27.8	5	0.6	1000	448	2.70
	强生	稳捷智优	109*55.5*25	1.1-33.3	5	0.4	600	577	3.28
	罗氏	智航	77*49*15	0.6-33.3	4	0.6	720	523	2.69
		逸智	88*47*20	0.6-33.3	小于 4	0.6	720	281	
	欧姆龙	631A	106*58*17	1.1-33.3	5	至少 0.5	1000	248	2.28
国产	三诺	GA-3		1.1-33.3	10±1	0.6	200	84.15	0.64
		优稳		1.1-33.3	5	1		130	1.38
		金稳		1.1-33.3	5±1	0.8	999	141.4	1.49
		安稳+		1.1-33.3	5	0.6	720	101.5	0.96
	鱼跃	590		0.6-33.3	8	1	250	101.6	0.79
		660		0.6-33.3	5	0.8	500	127.4	1.42
		580		0.6-33.3	8	1	250	115.92	0.83
	微泰	倍稳 II 型		1.1-33.3	5	0.6	20	86.4	1.09
	北京怡成	5DM-2A	104*60*16	1.1-33.3	5	0.5	300	124	1.09
	可孚	A03	76*53.4*16	1.1-33.3	7	1	512	72.5	0.73
		逸敏	95.5*60.5*2	1.1-33.3	5	0.8	512	137.4	1.69

资料来源: 淘宝, 拼多多, 国盛证券研究所。注: 产品价格为各种优惠后的折后价, 受各种优惠政策影响, 存在一定波动。

3.2 公司 CGM 技术领先, 性价比优势凸显

连续血糖监测的核心技术是基于电化学生物传感技术, 分为三条技术路线, 三诺技术优势明显。以氧气作为电子传递介质的第一代技术代表公司主要是德康、美敦力, 这种工艺在氧匮乏时局限性较大。以人工氧化还原试剂作为电子传递介质的第二代技术规避了第一代技术的氧匮乏限制, 但存在其他干扰物干扰、氧化还原媒介体结构复杂、合成制备困难等问题, 主要以雅培为代表。第三代技术不依赖电子传递介质, 通过修饰葡萄糖氧化酶直接传递, 代表公司为三诺生物。相较于第一代及第二代技术, 第三代技术路线天然具备了避免氧气干扰的能力, 同时具备了电化学性能良好, 葡萄糖检测准确性、重现性、稳定性和专一性强, 以及传感器使用寿命较长的优点。

图表 38: 血糖监测技术路线及代表公司产品

技术路线	技术路线作用原理	技术特点	代表公司及产品	获批资质及时间	传感器使用寿命
Dexcom 技术路线	<p>第一代技术：以氧气作为电子传递介质</p> 	<p>工艺简单，技术已十分成熟，但氧匮乏局限较大，必须有一层透气的外膜才能实现更宽的线性检测范围</p>	微泰医疗 G7	CE(2020年) NMPA(2021年)	最长14天
			浙江凯立特Anytime CT15 (鱼跃医疗子公司)	NMPA(2023年)	最长14天
			美敦力 Guardian 3	CE(2018年) FDA (2018年) NMPA(2020年)	最长7天
			德康 G7	CE(2022年) FDA (2022年)	最长10天
Abbott 技术路线	<p>第二代技术：“连接酶”技术，人工氧化还原试剂作为电子传递介质</p> 	<p>规避了Dexcom技术路线存在的氧匮乏限制，简化了葡萄糖传质限制层等组分，实现了成本优化，提高了抗干扰能力。但同时又存在其他干扰物的干扰，以及氧化还原媒介体结构复杂、合成制备难以精确控制等问题</p>	硅基传感 GS1	CE(2023年) NMPA(2021年)	最长14天
			雅培 Freestyle Libre 3	CE(2020年) FDA (2022年)	最长14天
三诺生物 技术路线	<p>第三代技术：不依赖电子传递介质，通过修饰葡萄糖氧化酶直接传递</p> 	<p>天然地具备了避免氧气对监测葡萄糖产生的干扰和制约，具备较佳的抗干扰能力，同时进一步地对葡萄糖脱氢酶进行修饰和交联，使其具备更加优良的电化学性能，能够更好地响应葡萄糖浓度，促使生物传感器提升葡萄糖检测的准确性、重现性、稳定性和专一性，并延长葡萄糖传感器的使用寿命</p>	三诺生物 iCan	CE(2023年) NMPA(2023年)	最长15天

资料来源: 《Journal of diabetes science and technology》, 公司公众号, 柏医健康, 国盛证券研究所

公司 **CGM** 产品性能优异，性价比优势凸显，品牌渠道优势下有望快速放量。三诺 CGM 产品 **MARD** 值为 8.71%，尺寸为一元硬币大小，传感器寿命达 15 天，各项参数性能优异，且日均使用成本仅为 17.27 元，性价比优势凸显。叠加强劲的销售渠道优势，公司 CGM 产品有望快速放量，实现市占率的快速提升。2024 年 618 期间，公司 CGM 产品全渠道销售突破 30 万盒，销量排名第一，实现快速放量。

图表 39: 主要 CGM 产品性能参数对比

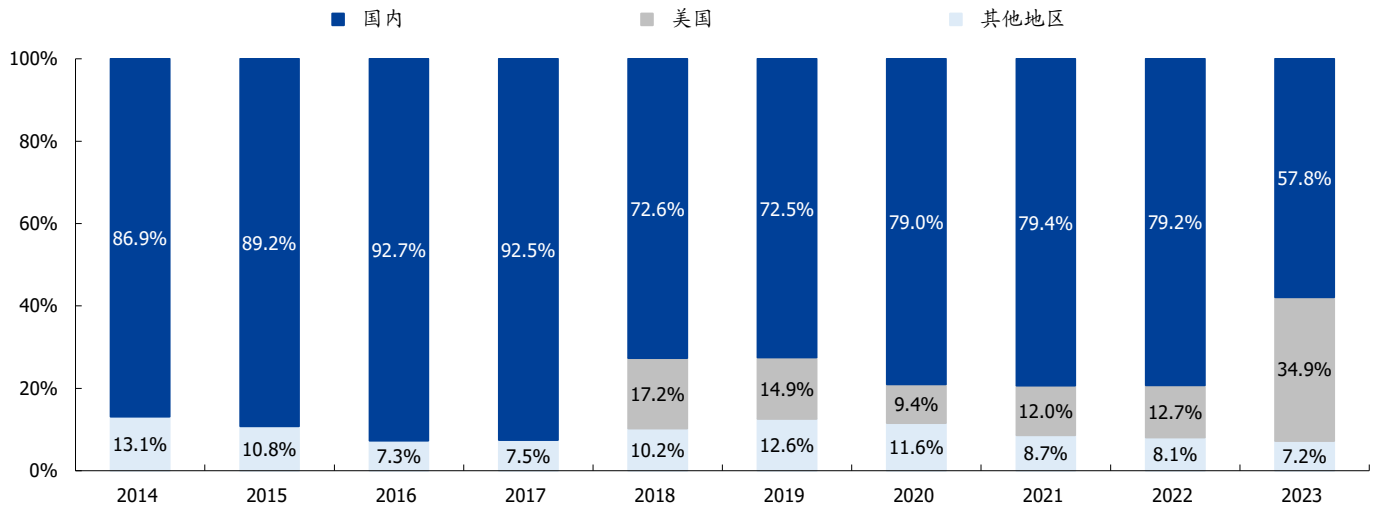
厂家	雅培	德康	美敦力	三诺	微泰	鱼跃医疗	硅基动感	美奇医疗
产品	FreeStyle Libre1	G7	Guardian	iCan-i3	AIDEX X	CT15	GS1	RGMS-III
尺寸 (mm)	直径 35, 厚度 5	1 分硬币大小	-	1 元硬币大小	直径 22, 厚度 4	39*30.1*6, 4	33.5*20*5, 3	-
校准	免校准	免校准	1 天 2 次	免校准	免校准	免校准	免校准	首次校准
适用人群	4 岁以上	2 岁以上	14-75 岁	成人	成人	成人	成人	18 岁及以上的 II 型成人糖尿病
传感器使用时长 (天)	14	10	7	15	15	14	14	14
启动时间 (分钟)	60	30	-	-	-	60	-	60
数据频率 (分钟)	15	5	5	3	1	3	5	3
发射器寿命 (年)	-	-	1	-	-	2	-	2
监测范围 (mmol/L)	2.2-27.8	2.2-22.2	-	2.0-25.0	2.0-25.0	1.7-27.8	-	-
报警功能	无	高低血糖警报	高低血糖预测报警	高低血糖提醒	高低血糖提醒	高低血糖提醒	高低血糖提醒	高低血糖预警
MARD	11.40%	8.70%	-	8.71%	8.66%	9.07%	8.83%	-
发射器和传感器连接方式	一体式	一体式	一体式	一体式	一体式	分体式	一体式	分体式
价格 (元)	379	470	776	259	258	269	359	548
日均使用费用 (元)	27.07	47.00	110.86	17.27	17.20	19.21	25.64	39.14

资料来源: 淘宝, 糖仁健康科技公众号, 器械之家, 国盛证券研究所。注: 1) 产品价格为各种优惠后的折后价, 受各种优惠政策影响, 存在一定波动; 2) 对比产品均为已在中国获批销售的产品, 非最新产品, 因此雅培选取的为 Libre1

3.3 海外市场持续拓展, 收购美国子公司完善全球销售网络

海外市场加速布局, 收入空间逐渐打开。公司产品主要销往中国和美国, 2023 年美国地区收入占比 34.94%。海外方面通过子公司 PTS 和 Trividia 积极开拓欧美市场, 并先后在越南、菲律宾、印度尼西亚、印度、孟加拉、泰国设立分子公司, 产品销售覆盖 135 个国家和地区, 在 85 个国家与地区完成了产品注册。公司也积极发展跨境电商业务, 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、Shopee、Lazada 等第三方国际平台开设店铺, 且在欧洲, 东南亚等线上商城都占有头部市场份额。公司在欧洲、北美、东南亚等 17 个国家拥有合作海外仓, 实现了物流本地化。


图表 40: 2014-2023 年公司海内外收入占比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

收购全球领先的血糖仪厂家 **Trividia**, 补充美国市场销售渠道, 助力未来 **CGM** 产品在美销售。2016年1月, 公司(25%)及李少波(75%)共同出资2.73亿美元收购了当时全球第六、北美第三的血糖仪厂家 **Trividia** 100%的股权, 迈出了国际化第一步。2023年6月公司以自有资金4.97亿元对心诺健康增资, 增资后拥有心诺健康55%的股权, 完成了 **Trividia** 的控股并表, 强化了公司在美国市场的营销网络。**Trividia** 深耕糖尿病领域三十余年, 是美国最大的糖尿病患者商店品牌供应商, 主要产品包含“真睿®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)。**Trividia** 总部位于佛罗里达州的劳德代尔堡, 并在在新罕布什尔州和中国台湾设有生产基地。**Trividia** 主要客户为 CVS、Walgreens、McKesson Drug、Walmart 等美国大型连锁药店、连锁超市, 拥有丰富的药店/零售渠道资源, 且熟悉美国医保政策, 商保资源丰富。公司有序推进 **CGM** 产品 FDA 拿证, 未来在美国获批上市后, **Trividia** 将提供有力的渠道支持。

图表 41: Trividia 主要产品

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

资料来源: Trividia 官网。国盛证券研究所

收购美国 **PTS**, 全面扩展 **POCT** 业务。公司 POCT 产品主要包含 iCARE 便携式全自动多功能检测仪、iCARE 全自动化学发光免疫分析仪、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糖尿病及相关慢病检测产品。2016 年 7 月, 公司通过参股公司三诺健康以 1.1 亿美元收购美国 PTS 公司 100% 的股权, 积极拓展 POCT 检测业务。2018 年 1 月公司发行股份, 以 5.28 亿元收购三诺健康剩余 64.98% 的股权, 完成对 PTS 的并表。PTS 是全球领先的创新型 POCT 诊断设备供应商, 主要产品包括 CardioChek® 系列血脂监测设备和 A1CNow® 系列糖化血红蛋白 (HbA1c) 监测仪, 产品营销网络覆盖全球 135 个国家和地区。对 PTS 的并购, 补足了公司血脂, 糖化血红蛋白检测的产品布局, 增强了海外市场影响力。

图表 42: 三诺生物 POCT 产品及 PTS 产品

三诺POCT产品



iCARE-2200型 便携式全自动 多功能检测仪	iCARE-1200型 便携式全自动 多功能检测仪	iCARE-2300型 便携式全自动 多功能检测仪	iCARE-1000型 便携式全自动 多功能检测仪
---------------------------------	---------------------------------	---------------------------------	---------------------------------



iCARE-1100型 便携式全自动 多功能检测仪	PCH-50便携式 糖化血红蛋白 分析仪	PCH-100便携 式糖化血红蛋 白分析仪	PABA-1000便 携式全自动生 化分析仪
---------------------------------	----------------------------	-----------------------------	------------------------------

PTS产品

糖化血红蛋白检测



A1CNow®+ Professional	A1CNow® SELF CHECK	A1CNow+ CONTROLS	PTS Connect Blu-Dock
--------------------------	-----------------------	---------------------	-------------------------

血脂检测



CardioChek® Plus	CardioChek PA	CardioChek® Cholesterol Home Test System
---------------------	------------------	--

PTS Panels® Test Strips and Controls

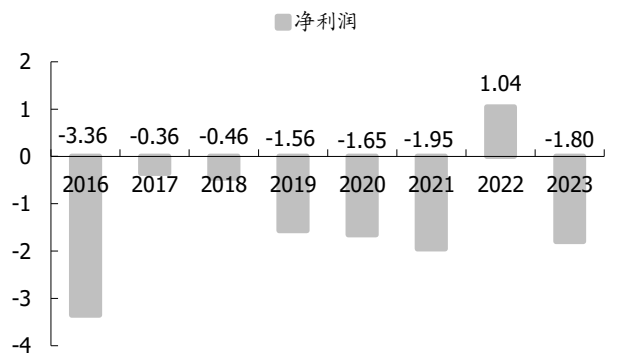
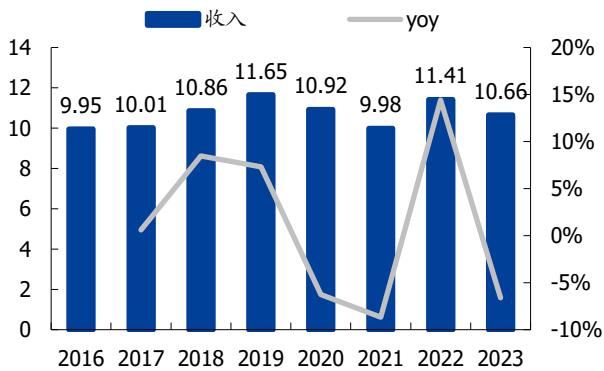


资料来源: 三诺生物官网, PTS 官网, 国盛证券研究所

海外子公司业务协同持续推进, 盈利能力有望改善。由于宏观环境影响、美国医保政策变化等原因, Trividia 和 PTS 净利润波动较大。随着三诺对海外子公司的整合协同持续加强, 降本增效不断推进, Trividia 和 PTS 盈利能力有望持续改善。

图表 43: 2016-2023 年心诺健康收入及增速 (亿元)

图表 44: 2016-2023 年心诺健康净利润 (亿元)

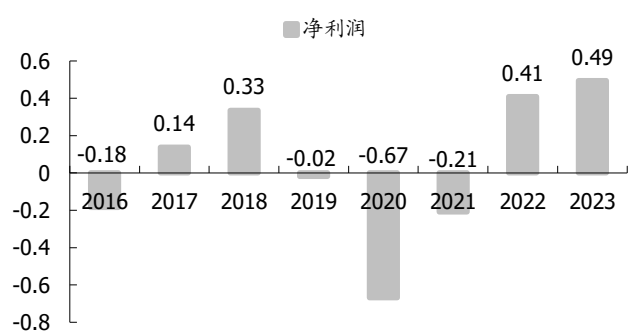
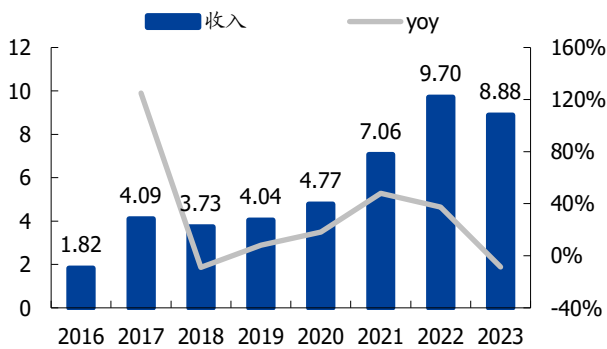


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 2016-2023 年三诺健康收入及增速 (亿元)

图表 46: 2016-2023 年三诺健康净利润 (亿元)



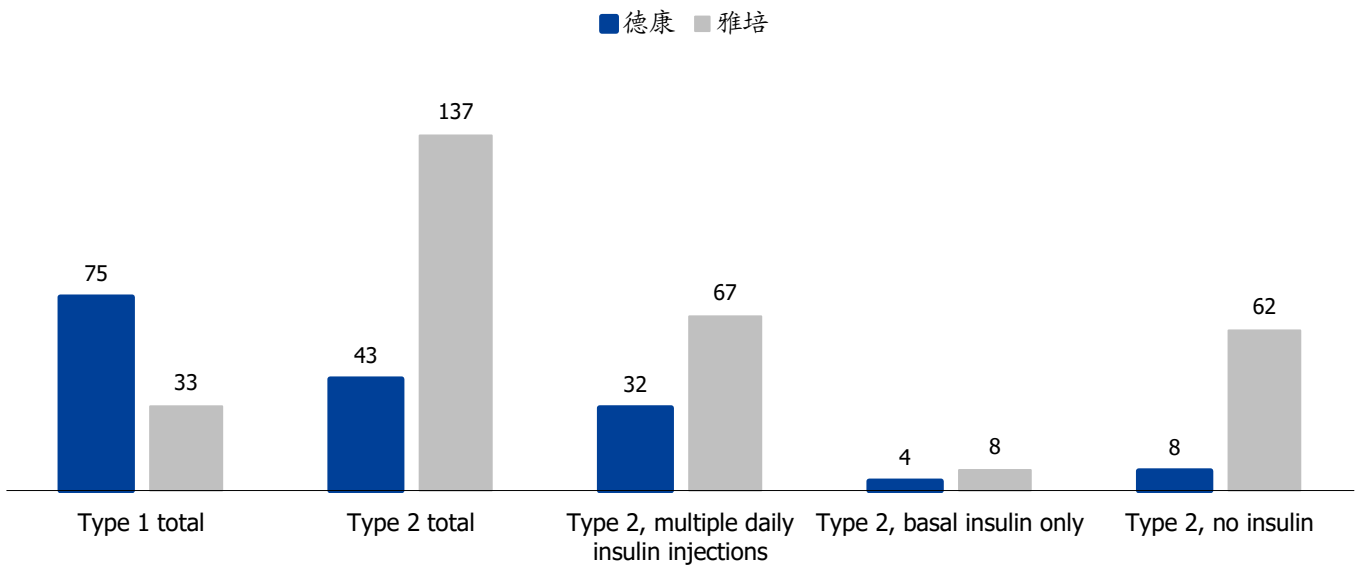
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.4 开拓 CGM 海外市场，打开成长新空间

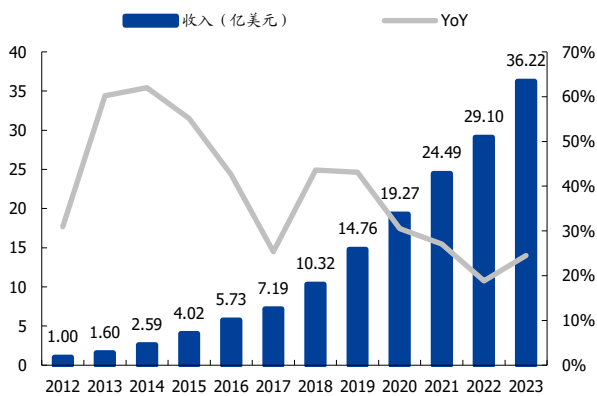
产品不断更迭完善+市场认可度提升+CGM 纳入美国医保支付推动德康及雅培 CGM 业务收入快速增长。2017 年美国 CMS 将 CGM 纳入医保，Medicare 将范围扩大至仅使用基础剂量胰岛素治疗的患者和不使用胰岛素但有低血糖事件发生的 II 型糖尿病患者，为 CGM 渗透率的提升提供了助力。德康及雅培是美国 CGM 市场的主要玩家，双方在市场策略、覆盖人群上有所区别，如分病种来看，德康在 I 型糖尿病领域更占优势，雅培在 II 型糖尿病领域份额更高。德康与雅培 CGM 产品收入高速增长，2012-2023 年德康收入由 1.00 亿美元增至 36.22 亿美元，CAGR 为 38.60%；而雅培 FreeStyle 系列收入由 2018 年的 11 亿美元增至 2023 年的 53 亿美元，CAGR 为 37.34%。欧美 CGM 市场体量更大，未来三诺产品获得 FDA 认证后，将打开业绩成长天花板。

图表 47: 2022 年美国 CGM 市场德康及雅培使用者数量 (万人)



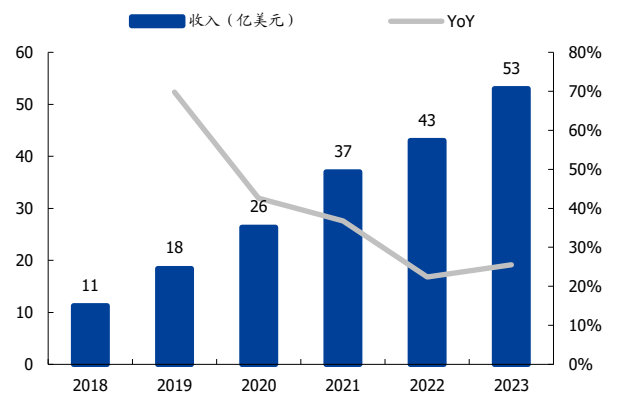
资料来源: MEDTECHDIVE, 国盛证券研究所

图表 48: 2012-2023 年德康医疗收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 49: 2018-2023 年雅培 CGM 收入



资料来源: 雅培公司公告, 国盛证券研究所

积极开展 CGM 产品海外市场准入，欧盟市场已获认证，美国市场预计 2025 年获批上市。2023 年 9 月，公司 CGM 产品获得欧盟 MDR 认证，2024 年初已开始在 eBay、Amazon 等第三方国际平台开展海外线上销售。公司也在有序推进 CGM 产品的美国 FDA 临床试验，我们预计 2025 年中有望在美国市场上市。由于市场起步早、医保政策友好、患者认可度较高等因素，欧美 CGM 市场空间广阔，德康、雅培 CGM 业务均实现了长期高速增长。公司 CGM 已获得欧盟市场准入，美国 FDA 注册临床工作有序推进，参照德康及雅培 CGM 放量路径，公司 CGM 海外市场放量前景可期。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测与关键假设

我们对公司各项业务的核心假设如下：

- **BGM 业务：**中国糖尿病患者基数庞大，而血糖监测渗透率较低，血糖监测器械行业预计将持续扩容。进口品牌占据国内 BGM 市场较大份额，国产化率有望持续提升，公司作为 BGM 零售渠道国产龙头，有望凭借优秀的产品力、品牌力、渠道力争取更多市场份额。预计 2024-2026 年 BGM 业务收入增速为 12.0%、12.0%、10.0%，毛利率维持在 60.0%。
- **CGM 业务：**与 BGM 相比，CGM 优势显著，2023 年以来国产 CGM 产品陆续上市，行业有望迎来快速发展。公司 CGM 产品性能优异、性价比优势凸显，借助公司在 BGM 领域的品牌优势和渠道优势，有望快速抢占市场份额。海外市场准入也在积极推进，欧盟 MDR 已获认证，2024 年已开启销售，借助经销商渠道，未来有望通过商保、零售渠道快速放量，贡献业绩增量。美国 FDA 注册临床工作积极推进，Trividia 在美国拥有丰富的营销网络和渠道资源，公司 CGM 产品在美国获证后有望实现放量。CGM 产品处于市场开拓阶段，凭借性价比优势快速提升市占率，以价换量下盈利能力受到一定影响。未来随着销售收入扩大，规模效应下毛利率有望持续提升。预计 2024-2026 年公司 CGM 业务收入增速为 358.0%、80.0%、50.0%，毛利率分别为 40.0%、45.0%、50.0%。
- **血脂+糖化血红蛋白（PTS 业务）：**国内血糖血脂需求相对稳定，海外 PTS 深耕北美市场的同时也积极拓展墨西哥、非洲等地业务，PTS 业务收入有望保持稳健增长。预计 2024-2026 年血脂收入增速分别为 18.0%、16.0%、15.0%，毛利率保持 50%；糖化血红蛋白收入增速保持在 15%，毛利率保持在 45.0%。
- **其他产品与其他业务：**随着主营产品 BGM、CGM 的拓展，血压计、经营品、营养品等辅助产品预计将随着客户数量的增加而稳定增长。

图表 50: 2018-2026E 公司营收拆分与预测

百万元	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	1,551	1,778	2,015	2,361	2,814	4,059	4,831	5,663	6,450
YoY	50.1%	14.7%	13.3%	17.2%	19.2%	44.3%	19.0%	17.2%	13.9%
成本	558	611	700	945	1,162	1,865	2,266	2,651	2,986
毛利额	993	1,167	1,315	1,416	1,652	2,194	2,565	3,012	3,464
毛利率	64.0%	65.6%	65.3%	60.0%	58.7%	54.1%	53.1%	53.2%	53.7%
BGM									
收入	1,173	1,385	1,521	1,837	2,004	2,788	3,123	3,497	3,847
YoY	15.5%	18.0%	9.9%	20.8%	9.1%	39.1%	12.0%	12.0%	10.0%
毛利率	67.9%	69.5%	70.2%	65.7%	67.0%	60.6%	60.0%	60.0%	60.0%
CGM									
收入						85	389	701	1,051
YoY							358.0%	80.0%	50.0%
毛利率						30.0%	40.0%	45.0%	50.0%
血脂监测系统									
收入	245	262	183	185	214	257	303	351	404
YoY		6.9%	-30.2%	1.2%	15.6%	20.1%	18.0%	16.0%	15.0%
毛利率	59.0%	61.3%	52.5%	49.7%	50.0%	49.7%	50.0%	50.0%	50.0%
糖化血红蛋白检测系统									
收入	123	116	119	133	170	196	225	259	298
YoY		-5.8%	2.1%	12.4%	27.5%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率		24.6%	27.5%	44.4%	45.0%	46.9%	45.0%	45.0%	45.0%
血压计									
收入				81	106	111	125	140	157
YoY					31.5%	4.9%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利率						27.5%	27.5%	27.5%	27.5%
经营品									
收入				99	254	117	129	142	156
YoY					156.6%	-54.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率						28.3%	28.3%	28.3%	28.3%
iPOCT 监测系统									
收入					160	170	184	198	214
YoY						6.35%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率						60.6%	60.6%	60.6%	60.6%
糖尿病营养、护理等辅助产品									
收入					278	279	293	308	323
YoY						0.37%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率						23.9%	25.0%	25.0%	25.0%
其他									
收入	10	16	193	26	66	56	61	67	74
YoY	-45.9%	65.5%	1117.8%		152.9%	-15.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率						45.2%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所。注: 三诺生物在 2023 年收购了心诺健康, 所以 2023 年年报中对 2022 年收入进行了调整, 图表 50 用的是 2022 年年报的数据, 导致 2023 和 2022 年收入和增速与报告估值表出现误差, 但不影响报告的结论和盈利预测

销售费用率：公司 CGM 在国内处于通过性价比优势快速抢占市场份额的阶段，欧洲市场获证后处于市场快速推广阶段，需要保持较高水平的市场营销费用来扩大产品销售规模。未来 CGM 在美国上市后，也需要一定的市场投入抢占市场份额。预计 2024-2026 年公司销售费用率为 25.00%、24.50%、24.50%。

管理费用率：管理费用率随人员薪酬变化将有一定波动，随着 Trividia 于 2023 年并表完成，预计管理费用率保持相对稳定。预计 2024-2026 年公司管理费用率维持在 10.00%。

研发费用率：公司高度重视研发创新，持续推进 CGM 产品的更新换代，保持市场竞争力，未来仍将保持一定的研发投入。预计 2024-2026 年公司的研发费用率分别为 8.90%、8.80%、8.80%。

图表 51：2021-2026E 公司期间费用率及预测

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	30.69%	23.28%	24.67%	25.00%	24.50%	24.50%
管理费用率	7.56%	10.24%	10.31%	10.00%	10.00%	10.00%
研发费用率	7.73%	7.75%	8.78%	8.90%	8.80%	8.80%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

4.2 可比公司估值与投资评级

根据盈利预测模型，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 48.31、56.63、64.50 亿元，对应增速为 19.0%、17.2%、13.9%；归母净利润为 4.45、5.53、6.75 亿元，对应增速为 56.6%、24.2%、21.9%。

三诺生物是国产血糖监测龙头企业，业务逐渐拓展至慢性病快速检测与院内外一体化解决方案。我们选取同样具备血糖仪产品的鱼跃医疗作为可比公司，并选取面向 C 端消费者的家用医疗器械企业怡和嘉业、可孚医疗作为可比公司进行分析。

2024-2026 年可比公司平均 PE 为 17X、14X、12X，我们收入拆分模型计算得到三诺生物对应 PE 分别为 30X、24X、20X，高于可比公司平均水平。

我们认为：公司作为国内 BGM 零售渠道龙头，CGM 产品开启第二成长曲线，同时布局海外 CGM 打开广阔成长空间，理应享受更高的估值溢价水平。

- 1) 血糖监测渗透率提升+国产化率持续提高驱动血糖监测市场稳定扩容。公司作为血糖监测零售市场的国产龙头，在血糖仪零售市场的市占率超 50%，有望凭借产品力、品牌力、渠道力持续提升市占率，享受龙头估值溢价。
- 2) CGM 市场潜力无限，2020 年全球 CGM 市场规模达 57 亿美元，2015-2020 年 CAGR 为 27.38%。公司 CGM 第二增长曲线逐渐发力，2023 年推出了全球首个第三代技术的 CGM 产品，优异的产品性能叠加良好的性价比优势，具备较强的市场竞争力，有望快速放量拉动业绩增长。
- 3) 欧美 CGM 市场相对成熟，体量更加庞大，且 CGM 处于医保报销范围，因此有着更高的渗透率水平。2023 年德康实现收入 36.22 亿美元，2012-2023 年 CAGR 为 38.60%，长期保持高速增长，彰显海外 CGM 市场广阔空间。公司 CGM 产品已于 2023 年 9 月获 MDR 认证，2024 年初已开启电商平台销售。美国临床试验有序推进，我们推测 2025 年获批上市。借助美国子公司深厚的渠道资源，CGM 海外放量前景可期。

综上，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 52: 可比公司估值情况

证券简称	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002223.SZ	鱼跃医疗	366.41	22.32	25.77	29.53	16	14	12
301367.SZ	怡和嘉业	54.99	3.79	4.67	4.94	14	12	11
301087.SZ	可孚医疗	69.55	3.66	4.75	6.04	19	15	12
可比公司算数平均值						17	14	12
300298.SZ	三诺生物	133.67	4.45	5.53	6.75	30	24	20

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 可比公司取自 wind 一致预期, 估值日期截至 2024 年 7 月 12 日。

风险提示

国内 CGM 竞争加剧风险: 公司第二增长曲线 CGM 产品处于快速放量期, 需要较高的市场投入。随着进入 CGM 赛道的厂家持续增加, 市场竞争也愈发激烈, 众多产品涌入或影响 CGM 市场定价, 对 CGM 盈利能力造成一定影响。竞争加剧也可能导致公司 CGM 产品的销售推广不及预期, 或对未来业绩造成一定负面影响。

海外临床及销售不及预期: 公司积极推进 CGM 产品的海外市场准入, 欧盟市场已获认证, 美国市场正在有序推进临床试验。公司可能面临 FDA 拿证进度不及预期甚至失败的风险。欧美市场上德康、雅培等国际器械巨头历史积淀深厚, 拥有较强的营销网络和品牌力, 公司可能面临海外市场销售不及预期的情况, 对公司业绩造成负面影响。

海外子公司亏损风险: 公司持续推进海外子公司的协同整合, 受美国 CGM 医保覆盖范围扩大等因素的影响, Trividia 及 PTS 净利润波动较大, 若经营不及预期可能拖累整体业绩。

数据滞后风险: 鉴于部分细分领域数据的可得性, 报告中糖尿病检测市场、BGM 竞争格局、各国 CGM 渗透率等数据仅用于历史复盘, 相关预测数据仅供参考, 请投资者注意数据滞后的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com