

九安医疗 (002432)

强烈推荐

行业：医疗器械

Ihealth 海外延续高增长，国内联手小米，蓄势待发

九安医疗是全球家用医疗健康电子产品提供商，血压计销量位居欧洲第一，世界第二。公司希望借助移动互联网发展带来的医疗器械行业洗牌的机会，从传统的ODM企业转型升级为拥有自有品牌的创新型移动医疗企业。

投资要点：

- ✧ **Ihealth 系列海外销售已形成规模，未来高速增长将延续。** 经过 2010-2013 年的海外市场推广，ihealth 系列已经进入 Bestbuy、苹果专卖店等海外主流渠道，这几年大规模人力、物力的投入和多次试错积累起来的海外拓展经验构成了公司的核心竞争力。2013 年 ihealth 系列海外销售额突破 1000 万美金，今年预计销售额翻一番，未来高速增长可期。
- ✧ **联手小米发力 ihealth 国内市场，共同打造国内市场移动医疗领域人气单品。** Ihealth 系列在海外市场成功销售得以验证后，公司今年 7 月面向国内市场发售首款 ihealth 系列产品，开始国内市场推广。今年 9 月引入小米投资 2500 万美元战略投资，小米投资持有 ihealth.Inc 公司 20% 股份。合作中公司可免费享用小米的电商渠道资源，共同打造高性价比的人气单品，本次合作有望迅速打开 ihealth 系列的国内市场。
- ✧ **移动医疗行业空间巨大，公司率先探索多种合作方式。** 2017 年全球移动医疗健康市场规模将达到 230 亿美元，2014 年我国移动医疗健康市场规模约 28.4 亿元，预计 2017 年将突破 125 亿元，年复合增长率约 64%。公司是移动医疗领域领头羊，有望分享移动医疗行业的高速增长。
- ✧ **定增投资移动医疗周边生态，保障公司未来发展。** 公司拟募集不超过 8.1 亿元资金，投资移动医疗周边生态及硬件研发基地、产品体验中心等。
- ✧ **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。** 考虑到公司所处移动医疗行业前景广阔，作为行业领头羊，公司将分享行业的高速增长，短期业绩虽不达预期，建议持续关注，我们测算 2014-2016 年 EPS 分别为 0.02、0.04、0.12 元。
- ✧ **风险提示：** ihealth 系列推广低于预期的风险、人民币升值带来的风险、国内企业竞争加剧的风险

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	408	492	678	919
收入同比(%)	14%	21%	38%	36%
归属母公司净利润	-8	6	17	46
净利润同比(%)	-220%	-30%	187%	179%
毛利率(%)	32.6%	30.7%	35.3%	37.7%
ROE(%)	-1.1%	0.8%	2.2%	5.7%
每股收益(元)	-0.02	0.02	0.04	0.12
P/E	NA	1890.56	659.47	236.73
P/B	14.71	14.57	14.30	13.52
EV/EBITDA	-949	-299	753	250

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：陈丹霞

S0960114080005

0755-82026854

chendanxia@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 34.95

当前股价： 27.77

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	372
流通股本(百万股)	372
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	103
成交量(百万股)	3.07
成交额(百万元)	85.40

股价表现



相关报告

《九安医疗-传统产品平缓增长，血压新产品和血糖产品为新看点》2011-01-09

目 录

一、公司简介：国产血压计龙头，移动医疗领域领头羊	4
1. 股权结构：天津民营企业	4
2. 公司三大核心产品系列：ODM 代工、传统自主品牌、ihealth	5
二、行业分析：移动医疗行业空间广阔，BAT 争相布局	6
1. 全球移动医疗行业发展空间广阔	6
2. 我国移动医疗产业市场有望达到百亿规模	7
3. BAT 战略布局移动医疗多个细分领域，推动行业加速发展	9
三、公司分析：身处变革行业，领头羊更具先发优势	9
1. 领先布局移动医疗市场，深耕国外市场多年	9
2. 围绕“硬件 + APP + 云服务”战略，积极尝试多种合作方式	11
1) 医疗产业链中寻求合作：与医院、保险公司等合作	11
2) 移动互联网产业链中投资布局：布局安防、天气等公司	12
3) 接入大平台共享数据：接入苹果 iOS 8 health kit 平台	12
3. 物联网时代可穿戴终端的普及促进云服务盈利	13
1) 从卖硬件挣钱到提供云服务挣钱还有多远	13
2) 进入物联网时代，可穿戴终端普及促进云服务盈利	14
4. 与小米合作 ihealth 系列，国内市场有望爆发式增长	14
1) 取长补短，互利互惠	15
2) 试销成功，联手继续发力	15
5. 定向增发，转型成功更添保障	15
四、投资建议：建议持续关注，给予“强烈推荐”评级	16
五、风险提示	17

图目录

图 1 营业收入及同比增速	4
图 2 扣非后归属母公司股东的净利润及同比增速	4
图 3 公司股权结构图	5
图 4 ODM 代工系列、传统自主品牌系列、IHEALTH 系列	5
图 5 公司主要业务收入占比变化图	5
图 6 全球移动终端数量	6
图 7 主要国家移动终端数	6
图 8 全球移动医疗健康市场规模	7
图 9 全球移动医疗健康市场分布	7
图 10 我国移动医疗健康市场规模	7
图 11 移动医疗健康市场规模前 10 国家 (2017 年)	8
图 12 我国可穿戴移动医疗健康市场销售规模	8
图 14 IHEALTH 系列接入苹果 IOS 8 HEALTH KIT 平台示意图	13
图 15 信息终端演变图	14

表目录

表 1 互联网巨头布局移动医疗情况列表	9
表 2 IHEALTH 系列国外产品表	10
表 3 IHEALTH 系列国内产品列表	11
表 4 公司在移动互联网产业链中的投资布局	12
表 5 与苹果 IOS8 系统的 APPLE HEALTH 进行数据对接的 IHEALTH 产品	13
表 6 九安医疗分产品收入预测 (单位: 百万元)	17

一、公司简介：国产血压计龙头，移动医疗领域领头羊

九安医疗是全球家用医疗健康电子产品提供商，专注于提供最先进最便捷的血压诊断工具。1995年成立以来，从传统的OEM(Original Equipment Manufacturer，原始设备生产商)、ODM(Original Design Manufacturer，原始设计制造商)代工模式做起，已经发展成为拥有自主研发能力的创新企业，血压计销量位居欧洲第一，世界第二。

2010年上市以来，受到欧美经济危机、人民币升值、国内人工成本上升等因素影响，加之研发、营销费用投入持续较高，公司业绩一直不理想，波动较大。

图 1 营业收入及同比增速

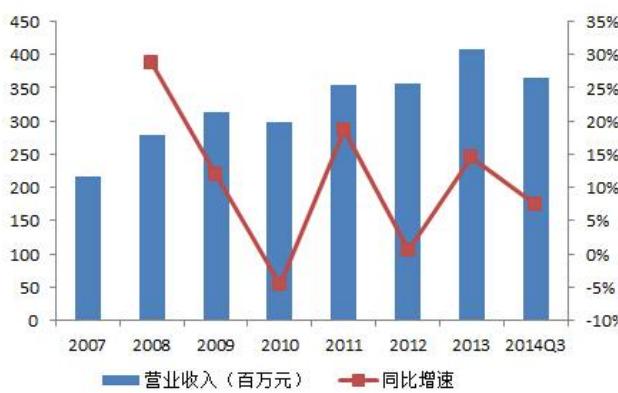
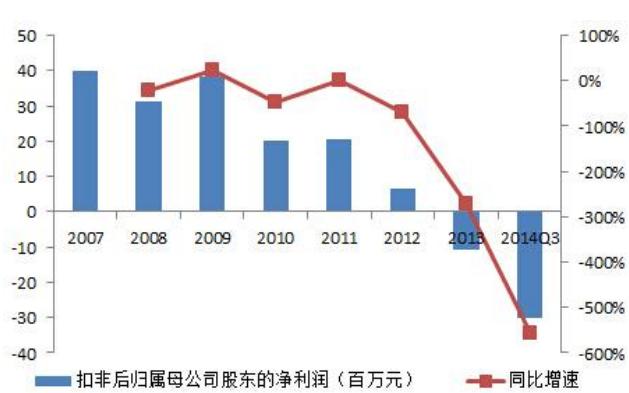


图 2 扣非后归属母公司股东的净利润及同比增速



资料来源：公司财报、中国中投证券研究总部

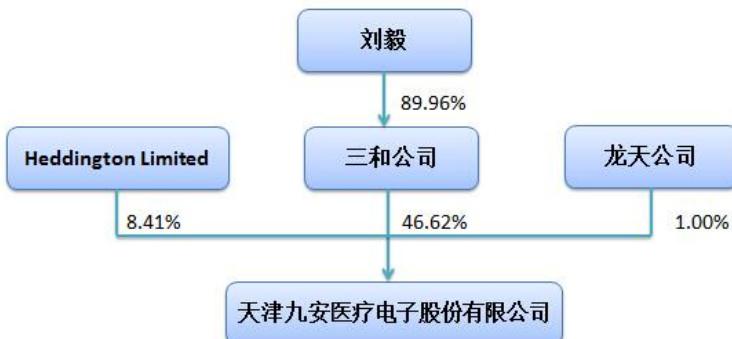
资料来源：公司财报、中国中投证券研究总部

公司创始人刘毅先生一直希望借助移动互联网发展带来的医疗器械行业洗牌的机会，从传统的ODM企业转型升级为拥有自有品牌的创新企业。2011年初发布首款移动医疗产品—ihealth智能血压计，开始转型之旅，首先试水美国、欧洲等移动医疗健康产业相对成熟的市场，直到2014年7月ihealth系列才开始在国内推广，转型全面铺开。

1. 股权结构：天津民营企业

公司是天津的一家民营企业，实际控制人为刘毅先生，间接持有公司41.94%股权，现为公司董事长。

民营企业的灵活机制使得公司能快速转型进入移动医疗行业。公司率先试水移动医疗，是目前唯一拥有成规模移动医疗产品销售的企业，是移动医疗领域的领军企业。血压计行业其他企业由于体量庞大或是血压计并非其主营业务，因而缺乏转型动力，只有几家小型创业公司在积极尝试移动血压计的研发销售。不过小型创业公司在血压计的核心算法、制造工艺、成本控制、品牌积累、注册申请等方面远不及公司，尚未对公司构成竞争。

图 3 公司股权结构图


资料来源：公司财报、中国中投证券研究总部

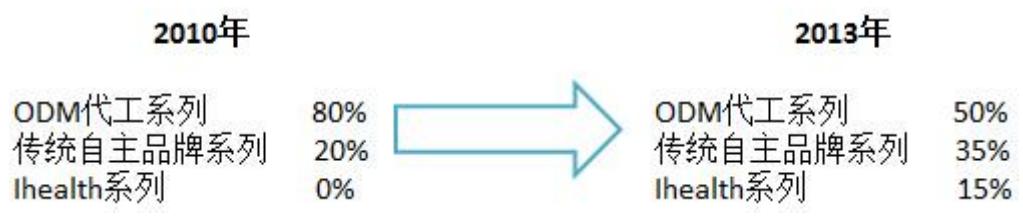
2. 公司三大核心产品系列：ODM 代工、传统自主品牌、ihealth

按照发展阶段划分，可将公司业务划分为三大产品系列，如图 4 所示：最早是 ODM 代工系列起家，进而推出传统自主品牌系列—“九安”、“妙手”品牌血压计、血糖仪等家用医疗健康电子产品，2011 年起推出移动医疗 ihealth 系列产品。

图 4 ODM 代工系列、传统自主品牌系列、ihealth 系列


资料来源：谷歌图片、中国中投证券研究总部整理

ODM 代工系列占比逐年降低，传统自主品牌系列占比逐年增加，ihealth 系列开始崭露头角。 2010 年上市时，公司产品以 ODM 出口欧美市场为主，ODM 代工系列收入占比约 80%，2013 年占比下降到约 50%，今年预计进一步降低至 40%。传统自主品牌系列线上通过电商销售部分增长迅速，2013 年线上与线下累计销售超 1.4 亿元。Ihealth 系列 2011 年推出第一款产品后，逐步进驻美国、欧洲的主流渠道，2013 年销售额突破 1000 万美元，今年预计整体销售额可翻一番。

图 5 公司主要业务收入占比变化图


资料来源：中国中投证券研究总部整理

ODM 代工系列业务稳定，由最初的争抢台湾、日本订单所致的快速发展，到目前的趋于稳定，常年的客户积累能给公司带来稳定的现金流。该业务已不再是重点业务，随着国内人口红利消失，人力成本不断上升，未来血压计行业的 ODM 业务将转移到成本更低的国家，在此过程中，公司可能会放弃部分毛利率过低产品的生产。

传统自主品牌系列包括“九安”、“妙手”品牌血压计、血糖仪、低频治疗仪等，过去主要是走传统的药店、商超渠道，利用广告、促销等推广方式。2012 年开始试水线上电商销售模式，当年线上销售额约 3000 万元，2013 年销售额约 7000 万元，增长迅速，因而公司将重点转向线上渠道。积极与各大网络销售平台合作，其中与京东的合作最密切，不过 2014 年线上电商销售竞争日渐激烈，平台收取的销售费用、广告费用也随之增加。

Ihealth 系列上市之初就选择在智能手机渗透率高、成熟规范的美国市场推广，得到认可后成立香港分公司、欧洲分公司，打开欧洲和其他地区市场。直到 2014 年下半年才开始进军国内市场，先后推出智能腕表和智能血压计两款产品，全部走电商渠道，与微信合作，打通硬件与软件的通道。同时尝试多种业务模式，比如与医院合作、与保险公司合作、与线上医疗机构合作等，通过各种尝试不断修改营销策略，探寻最优的销售模式。

二、行业分析：移动医疗行业空间广阔，BAT 争相布局

移动医疗，即通过移动设备提供医疗或健康信息和服务。移动设备主要指手机、平板电脑、无线植入式器械和检测器、可穿戴医疗设备等。

1. 全球移动医疗行业发展空间广阔

全球移动终端在 2013 年已经超过 74 亿，预计到 2017 年达到 97 亿。随着移动终端数量的增长，可带动移动相关产业的稳步发展。其中，中国是拥有移动终端数量最多的国家，2013 年中国已拥有 11.7 亿移动终端。

图 6 全球移动终端数量

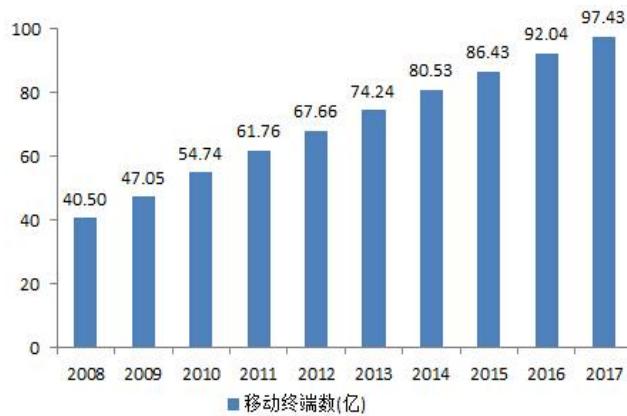
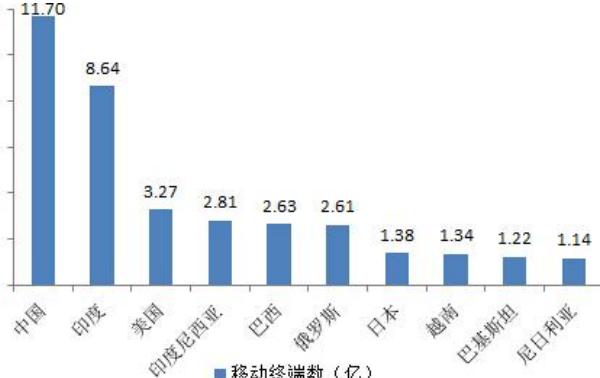


图 7 主要国家移动终端数



资料来源：GSMA

资料来源：GSMA

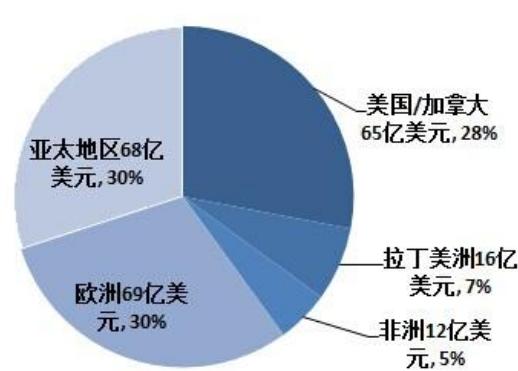
据 GSMA (全球移动通信系统协会) 和普华永道联合发布的报告显示, 全球移动医疗健康市场规模 2014 年达 69 亿美元, 2017 年全球移动医疗健康市场规模将达到 230 亿美元, 其中欧洲以及亚太地区将成为全球最大的移动医疗健康市场, 各占 30%, 其次是北美占比 28%。

图 8 全球移动医疗健康市场规模



资料来源: GSMA、PwC analysis

图 9 全球移动医疗健康市场分布



资料来源: GSMA、PwC analysis

在移动医疗健康方面, 发达国家和发展中国家存在着明显差距。我国移动终端数位居世界第一, 但市场尚待开发。

2. 我国移动医疗产业市场有望达到百亿规模

我国移动医疗健康市场正在快速发展, 根据艾瑞咨询、易观国际等多家市场机构预测, 2014 年我国移动医疗健康市场规模约 28.4 亿元, 预计到 2017 年, 将突破 125 亿元, 年复合增长率约 64%。

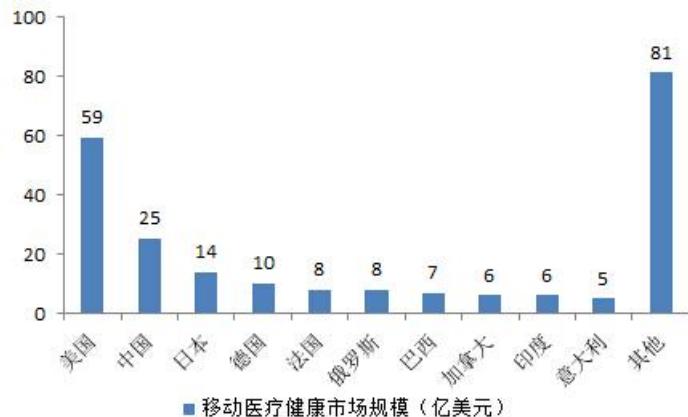
图 10 我国移动医疗健康市场规模



资料来源: 艾瑞咨询

GSMA 预计，到 2017 年，中美将成为全球最大的移动医疗健康市场，约占全球市场的 1/3 以上。

图 11 移动医疗健康市场规模前 10 国家（2017 年）



资料来源：GSMA

我国可穿戴移动医疗健康设备也呈现快速发展趋势，艾媒咨询数据显示，2012 年我国可穿戴移动医疗健康设备市场销售规模 4.2 亿人民币，预计到 2017 年这一市场规模将接近 50 亿元人民币。

图 12 我国可穿戴移动医疗健康市场销售规模



资料来源：艾媒咨询

同时 Juniper Research 预测 2017 年全球可穿戴式健康设备出货量将达到 7000 万台，而 2013 年仅为 1500 万台，这也可佐证可穿戴医疗健康设备近 3 年将有爆发性增长。

公司目前主攻的血压计、血糖仪市场为移动医疗慢性病管理市场，未来空间广阔。
 监测服务是移动医疗健康中占比最大的部分，约占 65%，由此测算，2017 年我国医疗监测服务市场将达到 $125.3 \text{ 亿元} * 65\% = 81.4 \text{ 亿元}$ ，其中超过 90% 的市场是慢病管理方向，那么移动医疗慢病管理市场规模约 $81.4 \text{ 亿元} * 90\% = 73.3 \text{ 亿元}$ 。

据统计显示，中国现在有 3.3 亿人高血压患者，相当于每 4 人里就有 1 个是高血压

患者。高血压病程不可逆，必须终身监测、终身服药。

我国移动医疗健康服务行业增长的动力主要来自于社会老龄化和政府支持两个方面。我国老年人口数量呈逐年上升趋势，并且基数庞大，2011年我国65岁及以上老年人口达到1.23亿，占总人口的9.12%。根据《2013中国人类发展报告》预测，2030年我国65岁及以上的老年人口占全国总人口的比重将提高到18.2%左右。卫计委发布的《健康中国2020战略研究报告》中显示，将推出全民电子健康系统工程，预算达到611亿元，是历年来政府在医疗信息化试点工作中预算最多的一个工程。

3. BAT战略布局移动医疗多个细分领域，推动行业加速发展

BAT三巨头已经布局移动医疗多个细分市场，BAT凭借其技术优势和庞大用户数量，与医院、政府等合作，推进移动医疗的实施，推动行业加速发展。具体情况如表1所示。

表1 互联网巨头布局移动医疗情况列表

名称	布局情况
腾讯	<p>(1) 2012年，与好大夫联手开拓在线咨询和预约服务市场</p> <p>(2) 2012年，中澳凯尔在腾讯微博平台拓展医疗与健康管理资讯与咨询服务</p> <p>(3) 2014年6月，微信上线“全流程就诊平台”，广东省粤北人民医院试点，关注医院微信帐号后可以挂号、查看候诊通知和查看检验结果</p> <p>(4) 2014年9月，投资7000万美元入股丁香园</p>
百度	<p>(1) 2013年12月，上线dulife智能设备平台，和硬件厂商合作，推出健康手环、智能血压仪智能体脂测量仪等多款移动健康设备</p> <p>(2) 2014年7月，百度与北京市政府共同发布“北京健康云”平台，百度基于自身大数据中心得出的分析结果提供给健康服务提供商</p>
阿里巴巴	<p>(1) 2014年5月，支付宝钱包发布“未来医院”计划，接入全国十万家药店，已经上线10家“未来医院”，支持在线挂号预约和医保实时结算</p> <p>(2) 2014年7月，启动“药品安全计划”，使用手机淘宝或支付宝扫描药品包装上的条形码和药品监管码，能获得该药品的真伪提示、用法、禁忌、生产批次及流通过程等信息</p> <p>(3) 2014年11月，“阿里健康”APP在石家庄测试运营，通过客户端网购处方药，用户可享受药店的会员价并获得“阿里健康”的一定补偿</p>

资料来源：中国中投证券研究总部整理

三、公司分析：身处变革行业，领头羊更具先发优势

1. 领先布局移动医疗市场，深耕国外市场多年

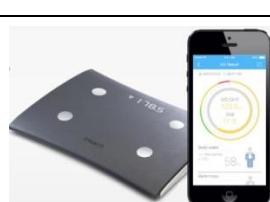
从2010年开始，公司制定并实施了“以可穿戴设备及智能硬件为起点进入移动医疗和健康大数据领域，进而围绕用户建立健康生态系统”的战略。

公司将智能硬件产品定义为“硬件+APP+云服务”，即以可穿戴设备及智能硬件为入口，使得用户能够在实现硬件应用功能的同时，轻松完成数据采集并自动上传到云端，之后根据用户需求分享到各种应用场景。

公司已开发的 iHealth 系列产品作为数据采集工具和医疗服务工具，能够满足用户健康管理、监测治疗、远程诊断和疾病预防等方面的需求。公司智能硬件产品已经涵盖血压、血糖、血氧、心电、心率、体重、体脂、睡眠、运动等领域。

目前国外在售的有血压、血糖、体重、健身 4 类共 7 款产品，对应的 ihealth app 已更新多个版本，运营良好，已实现数据的收集、储存和分析。

表 2 ihealth 系列国外产品表

分类	名称	图片	价格
血压	智能血压计 BP7 (腕式)		\$79.95
	智能血压计 BP5 (臂式)		\$99.95
	智能血压计 BP3 (臂式)		\$79.95
血糖	智能血糖仪 BG5		\$29.95
	智能血糖仪 BG1		\$16.95
体重	人体成分分析仪 HS5		\$99.95
	智能体重秤 HS4		\$79.95

活动和睡眠跟踪器 AM3s <hr/> 健身		\$69. 95
脉搏血氧仪 P03		\$69. 95

资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部整理

国内从 2014 年下半年开始铺货,共在售 3 款产品,其中活动和睡眠跟踪器 AM3、智能血压计 BP5 与微信连接,京东商城在售,智能血压计 BP3 与小米系统连接,小米商城在售。

2014 年 8 月 6 日 ihealth 智能腕表(活动和睡眠跟踪器 AM3)和智能血压计 BP5 接入微信平台,形成了包括血压、心率、卡路里、运动数据等个人健康数据库,打通了硬件和社交的通路,奠定了数据挖掘的基础。

表 3 ihealth 系列国内产品列表

上线时间	名称	图片	价格
2014 年 7 月	活动和睡眠跟踪器 AM3		399 元
2014 年 8 月	智能血压计 BP5 (臂式)		599 元
2014 年 9 月	智能血压计 BP3 (臂式)		199 元

资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部整理

2. 围绕“硬件 + APP + 云服务”战略,积极尝试多种合作方式

1) 医疗产业链中寻求合作:与医院、保险公司等合作

与医院进行糖尿病监测合作。公司正与天津三潭医院合作管理 3000 个糖尿病患者。糖尿病患者每天都需要测量血糖浓度,但又不便于每天往返医院测量。通过公司的智能血糖仪,患者可以在家测量血糖浓度。智能血糖仪通过蓝牙将测量结果传到 APP 软件上,APP 软件再回传给医院。

与保险公司进行老年人健康数据采集合作。2014年5月公司与intel和GE的合资公司Care Innovations展开合作,使用ihealth产品采集美国65岁以上老龄人口的健康数据,将其提供给保险公司作为商业用途。

与在线医疗问诊企业合作。公司与春雨医生合作,凡是在活动期间下单购买九安产品的买家可获得春雨医生诊疗季卡。使用户不但能够在家中采集健康数据,还能得到医生的专业建议。所有享受春雨“8元包月”会员服务的用户,都可以在测量血压之后,就血压测量值和身体状况向春雨上的医生提问,并在1小时内获得解答。

2) 移动互联网产业链中投资布局:布局安防、天气等公司

公司2012年投资了主营家庭安防和智能家居产品的iSmartAlarm公司,2014年初又投资了主营互联网分享天气信息硬件产品的Bloomsky公司。该方式可长期股权投资享受并表收益,或是出让部分股权获得投资收益而后每年享受投资收益。

表4 公司在移动互联网产业链中的投资布局

公司名称	主营业务情况	投资时间	股权占比
iSmartAlarm,Inc	主营基于移动互联网的家庭安防产品以及智能家居产品。 产品使用智能手机控制,家庭的任何异动都能及时监控,且不需要专业安装,不收取每月服务费。	2012年投资 (2013年产品上市,2013年销售收入72万美元,2014年预计销售收入350万美元)	出资45万美元,占90%股权
Bloomsky Inc	主营采集天气信息的硬件产品,该产品通过互联网分享天气信息。 该智能天气监测器被媒体评为2014年末最受关注的智能家居产品。	2014年1月	出资36万美元,占60%股权

资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部整理

3) 接入大平台共享数据:接入苹果IOS8 HealthKit平台

继公司与苹果、腾讯在产品销售、数据搜集与接入等方面进行了深入合作,2014年9月公司ihealth系列多款产品与苹果发布的HealthKit平台对接,共享数据的同时增加用户粘性。

2014年9月29日,公司ihealth系列的My Vitals, My Vitals 2.0和SpO2三款移动健康应用程序、9款对应的个人移动医疗设备与iOS8 HealthKit全面对接。

通过IOS8的健康中心,用户可以自主选择从他们的iHealth设备上采集相关的健康数据,实现共享和交流,分享给家人、朋友或者专业的医疗服务机构,实现个人健康的在线管理。

苹果的健康应用程序可以将包括:血糖,血压,心率,运动步数,运动距离,运动卡路里,睡眠分析,体重,BMI,体脂肪,瘦体重和血氧饱和度等15种iHealth健康数据进行采集整合。安装了iOS8系统的iPhone和iPod touch用户,现在可以通过iHealth设备采集到更专业的个人健康数据,并存储管理这些个人数据。

图 14 ihealth 系列接入苹果 IOS 8 HealthKit 平台示意图



资料来源：公司微信公众帐号、中国中投证券研究总部

表 5 中的 iHealth 产品都可以通过 “iHealth My Vitals” 应用，与苹果 IOS8 系统里的 Apple Health 进行数据对接。国内在售的智能腕表 AM3 和智能血压计 BP5 已经可以实现数据对接。

表 5 与苹果 ios8 系统的 Apple Health 进行数据对接的 ihealth 产品

序号	产品名称
1	iHealth 智能云血压计 (BP3)
2	iHealth 无线智能血糖仪 (BG5)
3	iHealth 无线智能血糖仪 (BG1)
4	iHealth 无线脉搏血氧仪 (PO)
5	iHealth 无线活动和睡眠跟踪器 (AM3)
6	iHealth 无线智能体重秤 (HS3)
7	iHealth 无线人体成分分析仪 (HS5)

资料来源：公司微信公众帐号、中国中投证券研究总部整理

3. 物联网时代可穿戴终端的普及促进云服务盈利

1) 从卖硬件挣钱到提供云服务挣钱还有多远

公司从 2010 年开始转型进入移动医疗领域，过去 5 年已经投入约 3 亿元在 ihealth 系列的研发、推广、销售等各个环节。从在美国硅谷设立分公司组建研发队伍，到香港、伦敦等成立分公司开拓新渠道，公司踏实、有序在走每一个阶段。为避免过快引入国内市场导致的仿冒品迅速以低价占据市场，公司采取新产品第一年在美国市场推广、第二年在欧洲市场推广、第三年引入国内市场的办法。

2013 年 ihealth 系列取得了阶段性成果，在美国、欧洲两大市场销售总额突破 1000 万美元，进入了 Bestbuy 有卖、苹果专卖店、Target 等主流渠道，更多的欧洲国家、

美国地区正在开发中，重要是通过前 5 年的大规模人力、物力的投入和多次的试错积累起来的海外拓展经验构成了公司的核心竞争力。

下一阶段，公司将要从靠硬件挣钱转变为提供云服务挣钱，开展移动互联网的数据服务、知识服务等。目前移动医疗行业还处于初期，盈利模式并不清晰，但为用户创造价值才是产生盈利的根本，而用户可以是患者、健康人群、医生、保险公司、公共卫生服务商等。

产品是数据入口，只有产品个数的数量级足够大，覆盖人群足够广才能获取数据。未来移动医疗核心竞争力在于获取用户数据的能力、分析数据的能力，做好用户体验，给用户带来价值。

2) 进入物联网时代，可穿戴终端普及促进云服务盈利

从信息终端演变的历史路径来看，2000 年开始的互联网时代中电脑是主要数据产生源，2011 年开始的移动互联网时代中手机是主要的数据产生源，下一个阶段将是物联网时代，则是以可穿戴设备不断采集和生成数据的时代。数据产生源的改变决定了时代的发展方向，当 2017 年进入物联网时代，可穿戴终端的普及，将会促发移动医疗行业飞速发展，真正转变为靠提供云服务挣钱。

图 15 信息终端演变图

	PC互联网时代	移动互联网时代	物联网时代
信息终端	PC终端普及	移动终端普及	可穿戴终端普及
应用与服务	搜索、电商、社交等应用服务爆发	移动支付、移动社交爆发	互联网医疗、互联网金融爆发
2000年-2010年	2011年-2016年	2017年以后	



资料来源：中国中投证券研究总部整理

物联网时代，硬件或许是免费送，并定期以旧换新，保证正常运作，通过云服务收取费用，那将是移动医疗行业真正爆发的时候。

4. 与小米合作 ihealth 系列，国内市场有望爆发式增长

公司今年 9 月将原有的美国子公司、香港子公司、欧洲子公司合并，新成立实体 ihealth.Inc，统筹规划 ihealth 业务线。同时引入小米投资 2500 万美元战略投资，小米投资将持有新公司 20% 的股份。小米公司将与 iHealth 在用户体验、小米电商和云服务方面开展深入合作，共同打造移动健康云平台。

留存 10% 股权用于未来员工的股权激励。小米投资本次投资总金额为 2500 万美元，交割后持有公司总股本的 20%，小米投资增资后总股本的 10% 作为库存股，用于未来员工的股权激励，70% 股权部分由九安医疗持有。

签署排他协议保证小米投资不得与其他企业合作相关业务。小米投资及其关联方承诺在本项目交割完成后的两年内不投资基于健康大数据的医疗平台、产品或者以血压和血糖测量为单一功能的血压和血糖测量产品。

引入小米投资后，iHealth 有望通过与小米的战略合作，提供高性价比的产品，迅速打开国内市场，提升公司经营业绩，优化公司财务状况，加快 iHealth 产品及服务在国内的推广，快速积累用户，形成健康大数据，完善周边生态，并向用户提供医疗健康及相关服务。

1) 取长补短，互利互惠

公司学习小米的专注、极致、口碑，小米学习公司的快速国际化经验，取长补短，互利互惠。同时，公司尤其在产品定价、客户培育两个方面值得学习和借鉴小米的经验。

准确定义国内产品价格。 iHealth 主要是想借助小米的影响力和渠道把国内市场打开。同时在价格方面找到更适合国内市场的定价策略，小米以性价比高闻名，之前九安在海外市场销售的 iHealth 价格较高的，直接引入国内可能收到国内仿制品以低价抢占市场的风险。与小米合作的血压仪产品价格初次定在 199 元，这个价格作为一款智能血压仪，已经和传统便携式家用血压仪价格同一层次。

挖掘和培养客户需求。 小米在营销方面最为擅长，今年的红米系列一再引爆年轻人为父母购买智能手机的热潮，小米在用户沟通和挖掘需求方面擅长。而国内的家庭血压计市场不够成熟，用户有需求，但是真正去购买的人数不多，没有形成习惯，购买需求有待挖掘。学习小米的长处，公司将和小米共同打造满足国内家庭需求的高性价比产品。

2) 试销成功，联手继续发力

与小米的首次合作定制的是 iHealth 系列智能云血压计 BP3，这款产品已经非常成熟，2011 年在美国发布。

智能云血压计 BP3 于 9 月 25 日在小米网销售，首批 1 万台产品两次开放销售就全部售罄，市场反应良好。公司积极备货，于 10 月 27 日在小米网再次开放销售。预计公司通过与小米公司深入合作，逐步将小米公司的互联网思维运用到 iHealth 的团队建设、产品开发、用户体验设计及社交媒体运营之中，将对 iHealth 系列在国内的成功起到重要作用。

5. 定向增发，转型成功更添保障

9 月 19 日公司公告，拟定性增发非公开发行不超过 4400 万股，以不低于 18.40 元每股的价格募集不超过 8.1 亿元资金，用于 1) 移动医疗周边生态及硬件研发基地，投资 4.8 亿；2) 产品体验中心，投资 6636 万元；3) 客户服务中心建设，投资 1437 万元；4) 剩余约 2.3 亿元补充流动资金。

未来公司将在移动医疗周边生态及服务、智能硬件开发培育、基础技术研发等方面加大投入，通过合作研发、参股等形式充分利用第三方研发力量快速培育新的产品，通过更加鼓励内部团队增强独立性、提高能动性的方式加快内部研发成果转化，实现公司

服务、产品的快速丰富，形成以移动医疗产品和服务以及多品类智能硬件为核心业务的业务平台。

开放性是移动互联产品非常重要的特征之一。移动医疗产业链长、周边产品丰富，仅靠公司自身的研发实力开展创新远远不能满足健全公司产品周边生态的需求，借助外力合作完成产业闭环，丰富产品周边生态是更为可行的选择。对于公司“硬件 + APP + 云服务”的智能硬件定义而言，智能硬件部分、大数据的运用、后端专业服务等重要领域都能够开放给更多的合作方，将其的产品、服务接入公司产品系统，帮助完善公司产品周边生态。

本次募集资金项目的实施，将使得相关产品、应用、服务的开发者或提供者更好的聚集在公司周围，促进各方的互动，提高合作效率，加速公司产品周边生态的完善，为转型成功更添保障。

四、投资建议：建议持续关注，给予“强烈推荐”评级

我们看好公司向移动医疗领域的转型，公司完成转型后，将分享移动医疗和健康管理行业的高速增长，但公司正处于由传统产品向移动医疗产品的过渡时期，业绩状况不理想，且现阶段股价中隐含了部分投资者对公司未来移动医疗产业的乐观预期。

考虑到公司现阶段销售规模不大，但是所处的行业有望爆发性增长，后续发展空间广阔，并且公司的管理、产品、营销方面都具备做大做强的潜质，近几年处于快速成长期，加之公司是 A 股中移动医疗领域最主要的投资标的，建议持续关注。

2015 年 1 月 6-9 日在美国拉斯维加斯举行的 CES (全球消费类电子产品展) 公司将推出新产品，2015 年年初苹果 apple watch 发售，都将引发各界对可穿戴设备、移动医疗的关注热情。

公司三季报披露，预计今年四季度，公司子公司 Bloomsky 将完成引入风险投资者，iSmartAlarm 公司完成股权转让，会对本年度的净利润贡献约 6000 万，全年净利润区间在 0-1000 万之间。

经测算，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别约为 0.02、0.04、0.12 元/股，考虑到公司为移动医疗领域的领先企业，未来移动医疗发展空间广阔，给予“强烈推荐”评级。

表 6 九安医疗分产品收入预测 (单位:百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
1、ODM 代工业务						
销售收入	271.58	225.64	188.12	193.01	199.77	209.75
增长率				2.60%	3.50%	5.00%
毛利率				18.72%	20.70%	21.20%
2、传统自主品牌						
销售收入	54.74	44.52	79.12	83.08	103.01	134.95
增长率				5.00%	24.00%	31.00%
毛利率				32.00%	33.00%	32.50%
3、其他						
销售收入	22.69	65.80	78.81	86.69	106.63	138.62
增长率				10.00%	23.00%	30.00%
毛利率				31.50%	32.50%	33.50%
4、ihealth 系列国外销售						
销售收入	5.12	20.12	61.52	109.51	208.06	332.90
增长率				78.00%	90.00%	60.00%
毛利率				48.20%	49.80%	50.50%
5、ihealth 系列国内销售						
销售收入	0.00	0.00	0.00	20.12	60.36	102.61
增长率				0.00%	200.00%	70.00%
毛利率				41.20%	42.80%	42.50%
收入合计	354.13	356.08	407.57	492.40	677.83	918.83
收入增长率				20.81%	26.49%	37.66%
毛利率				30.69%	35.33%	37.71%
成本				341.31	438.38	572.34

来源：公司财报、中国中投证券研究总部

五、风险提示

1.ihealth 系列推广低于预期的风险

公司目前处于转型期，在研发和销售方面支出较大，因此，ihealth 系列顺利推向市场是公司持续增长的关键之一，然而如果产品的使用方法、销售的商业模式没有得到消费者认可，ihealth 系列推广低于预期，将会导致短期公司净利润为负的风险。

2.人民币升值带来的风险

由于公司出口业务以外币结算，如人民币升值会对公司业绩产生一定负面影响。

3.国内企业竞争加剧的风险

相对于外资企业，公司的竞争力主要体现为快速而持续的设计创新，而相对于国内企业，竞争力则是来源于电子血压计的规模优势。但是从长远角度来说，不排除依靠内销而壮大规模的本土电子血压计企业，成为公司未来的竞争对手。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产					营业收入	408	492	678	919
现金	675	761	887	1037	营业成本	275	341	438	572
应收账款	339	385	367	364	营业税金及附加	3	3	4	6
其它应收款	108	125	181	242	营业费用	73	89	112	142
预付账款	5	10	9	14	管理费用	72	98	112	158
存货	16	20	25	33	财务费用	-12	0	0	0
其他	204	221	305	384	资产减值损失	7	7	7	7
非流动资产					公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	259	239	230	222	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	0	0	0	0	营业利润	-11	-46	4	33
无形资产	164	153	143	133	营业外收入	54	52	12	12
其他	54	54	54	54	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	41	31	33	35	利润总额	-8	6	16	45
流动负债	934	999	1117	1259	所得税	1	-0	-1	-2
短期借款	185	243	347	444	净利润	-9	6	17	47
应付账款	97	147	226	289	少数股东损益	0	0	0	1
其他	55	69	88	115	归属母公司净利润	-8	6	17	46
非流动负债	33	28	33	40	EBITDA	-11	-36	14	43
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.02	0.02	0.04	0.12
其他	185	243	347	444	主要财务比率				
负债合计	0	0	0	1	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	372	372	372	372	成长能力				
股本	300	300	300	300	营业收入	14.5%	20.8%	37.7%	35.6%
资本公积	78	84	98	143	营业利润	-276.7%	-531.1%	-91.3%	711.6%
留存收益	748	756	770	814	归属于母公司净利润	-219.5%	-30.2%	186.7%	178.6%
归属母公司股东权益	934	999	1117	1259	获利能力				
负债和股东权益	毛利率	32.6%	30.7%	35.3%	37.7%				
	净利润率	-2.0%	1.2%	2.5%	5.1%				
	ROE	-1.1%	0.8%	2.2%	5.7%				
	ROIC	-4.9%	-9.5%	0.7%	4.7%				
经营活动现金流	偿债能力								
净利润	-74	-9	-94	-63	资产负债率	19.8%	24.4%	31.1%	35.3%
折旧摊销	11	10	10	10	净负债比率	52.18%	60.22%	65.02%	65.11%
财务费用	-12	0	0	0	流动比率	3.65	3.12	2.56	2.34
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.54	2.22	1.68	1.47
营运资金变动	-79	-29	-126	-124	营运能力				
其它	14	4	6	3	总资产周转率	0.47	0.51	0.64	0.77
投资活动现金流	-61	6	-1	-1	应收账款周转率	4	4	4	4
资本支出	61	0	0	0	应付账款周转率	5.85	5.50	5.58	5.62
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他	0	6	-1	-1	每股收益(最新摊薄)	-0.02	0.02	0.04	0.12
筹资活动现金流	97	50	77	61	每股经营现金流(最新)	-0.20	-0.03	-0.25	-0.17
短期借款	97	50	79	63	每股净资产(最新摊薄)	2.01	2.03	2.07	2.19
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	124	0	0	0	P/E	NA	1890.56	659.47	236.73
资本公积增加	-124	0	0	0	P/B	14.71	14.57	14.30	13.52
其他	1	-0	-2	-2	EV/EBITDA	-949	-299	753	250
现金净增加额	-38	47	-18	-3					

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期 报告标题

2011-01-09 《九安医疗-传统产品平缓增长，血压新产品和血糖产品为新看点》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

陈丹霞，中投证券研究所医药行业研究员，北京协和医学院情报学硕士，华中科技大学同济医学院本科。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434