

内生拐点+新冠疫情助力高增长,业绩进入快速释放阶段

投资要点

- **事件：**2020年一季度公司预计实现归母净利润为0.81亿至0.85亿元，同比增长120%-130%，其中约非经常性损益1350万元，主要为政府补助。
- **受全球新冠疫情影响，公司2020Q1业绩表现亮眼。**国内外先后爆发新型冠状病毒肺炎疫情，对监护仪、血气分析仪、心电图机、呼吸机、移动DR等产品需求大幅提升。公司目前主要业务主要为监护、心电、POCT、妇幼健康和彩超等产品，其中监护、心电、POCT（血气）等产品显著受益，是此次国内新冠疫情的主要供应商之一，相关产品收入增长显著。公司作为全球医疗设备供应商，具有完善的海外销售网络，2018年海外收入占比近60%，考虑到国外疫情持续爆发，公司Q2业绩有望延续Q1高速增长趋势。
- **研发投入比长期维持20%左右，创新助力公司进入新成长期。**2011年公司上市以来，研发投入开始大幅增加，其中2014年研发比例高达27.6%，2018年研发投入高达1.8亿元，研发支出占比17.9%，2011年至2018年公司累计研发支出达到10.6亿元，占同期累计收入的22%。得益于长期的高研发投入，公司2015年以后在监护、心电、妇幼等传统领域持续推出新产品，推动了传统产品的快速增长，另外公司在POCT、彩超等领域也相继推出了多款创新产品，其中血气分析目前处于快速增长阶段，磁敏分析仪已于2019年开始放量，彩超产品线持续丰富，有望于明年将进入快速增长阶段。
- **公司经营拐点确立，业绩进入快速释放期。**2015年以后，公司经营拐点逐步凸显，长期的研发投入已进入收获期，对公司收入端的拉动效应明显。利润端看，2016年以后公司利润端虽然呈现快速增长趋势，但受费用投入拖累，利润水平显著低于同行。2019年公司归母净利润预计达到1.3亿元，同比增长41.7%，盈利水平显著提升。考虑到公司费用仍有较大改善，预计公司未来利润端复合增速高于收入端复合增速。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年归母净利润分别为1.3亿、2.3亿和2.7亿元，我们选取行业中的可比公司，2020年三家公司平均PE为49倍，结合公司业绩处于快速释放阶段，给予公司2020年41倍PE，对应目标价16.40元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**产品研发或不及进展、新产品放量或不及预期、汇率波动风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	992.72	1136.64	1502.90	1741.32
增长率	17.72%	14.50%	32.22%	15.86%
归属母公司净利润（百万元）	92.65	131.33	234.88	265.19
增长率	111.70%	41.74%	78.84%	12.91%
每股收益EPS（元）	0.16	0.23	0.40	0.46
净资产收益率ROE	6.85%	9.25%	15.04%	15.03%
PE	78	55	31	27
PB	5.77	5.29	4.58	4.02

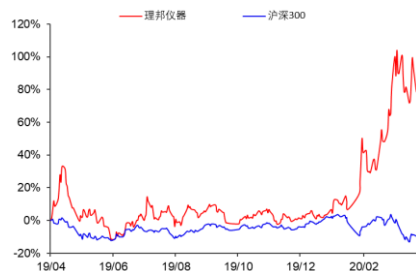
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513110001
 电话：021-58351962
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：刘闯
 执业证号：S1250519060002
 电话：021-58352031
 邮箱：liuch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	5.82
流通A股(亿股)	3.40
52周内股价区间(元)	6.31-14.3
总市值(亿元)	71.84
总资产(亿元)	14.89
每股净资产(元)	2.19

相关研究

目 录

1 研发创新进入收获期，业绩进入快速释放阶段.....	1
1.1 五大产品线+智慧健康布局，2015 年后进入快速发展阶段.....	1
1.2 收入结构多元化，业绩进入快速释放期	2
2 传统产品线稳健增长，POCT+彩超潜力可期	4
2.1 高研发投入构建核心竞争力，公司产品竞争力持续提升.....	4
2.2 监护竞争力持续提升，心电+妇幼竞争优势显著	6
2.3 高端 POCT 进入放量期，彩超利剑出鞘在即.....	9
3 积极布局智慧健康，为传统产品提供新增长点.....	14
4 盈利预测与估值.....	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值.....	17
5 风险提示	17

图 目 录

图 1：公司业务聚集五大产品线+智慧健康解决方案	1
图 2：公司股权结构及集团构成	1
图 3：2008 年以来公司三大主要发展阶段（百万元）	2
图 4：公司 2019H1 主营业务收入结构（百万元）	2
图 5：公司 2019H1 主营业务毛利结构（百万元）	2
图 6：公司国内外收入占比情况	3
图 7：公司国内外销售毛利率情况	3
图 8：公司营业收入和归母净利润及增速（百万元）	3
图 9：公司销售、管理及研发费用率情况	3
图 10：公司研发支出及研发占收入比	4
图 11：2014-2018 年部分器械公司研发投入（百万元）	4
图 12：2014-2018 年部分器械公司研发投入占收入比例	4
图 13：2011 年以来公司产品线推出情况	5
图 14：公司监护仪产品线丰富	6
图 15：2017 年全球监护仪市场竞争格局	6
图 16：2017 年国内监护仪市场竞争格局	6
图 17：公司监护仪产品收入及增速	7
图 18：公司监护仪产品毛利率	7
图 19：理邦云心电网络平台	7
图 20：公司心电产品收入及增速	8
图 21：公司心电产品毛利率	8
图 22：无线多床位胎儿母亲超声监护系统 FTS-6	9
图 23：公司妇幼健康产品收入及增速	9
图 24：公司妇幼健康产品毛利率	9
图 25：公司体外诊断产品布局	10
图 26：公司体外诊断产品布局	10
图 27：公司磁敏免疫分析仪特征	11
图 28：公司体外诊断产品收入及增速	12
图 29：公司体外诊断产品毛利率	12
图 30：全球超声医学影像设备市场规模	13
图 31：中国超声医学影像设备市场规模	13
图 32：公司彩超产品线持续丰富	13
图 33：公司超声产品收入及增速	14
图 34：公司超声产品毛利率	14
图 35：理邦云平台结构示意图	14
图 36：理邦院内和区域心电网络图示	15

表 目 录

表 1：公司各产品线的研发实力	5
表 2：磁敏分析仪 m16 和西门子 Dimension EXL 检测 cTnI 的结果一致性分析	11
表 3：分业务收入及毛利率	16
表 4：可比公司估值	17
附表：财务预测与估值	18

1 研发创新进入收获期，业绩进入快速释放阶段

1.1 五大产品线+智慧健康布局，2015 年后进入快速发展阶段

理邦仪器成立于 1995 年，业务涵盖妇幼保健产品及系统、多参数监护产品及系统、心电产品及系统、数字超声诊断系统、体外诊断以及智慧健康六大领域。理邦仪器作为全球化布局公司，产品远销 170 多个国家和地区，全球设有 5 大研发中心，在美国、英国、俄罗斯、印度等多个国家和地区拥有营销服务网点。

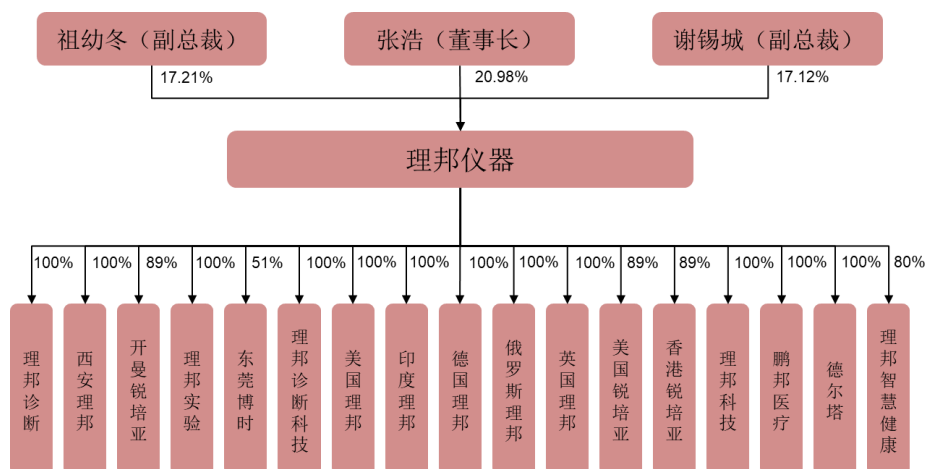
图 1：公司业务聚集五大产品线+智慧健康解决方案



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司于 2011 年登陆创业板，三大创始人张浩、祖幼冬、谢锡城分别持有公司 20.98%、17.21%、17.12%的股权，累计持有 55.31%股权。自公司创立以来，三位创始人的股权结构长期保持相对稳定，为公司持续稳定的发展以及长期战略的实施奠定了坚实基础。

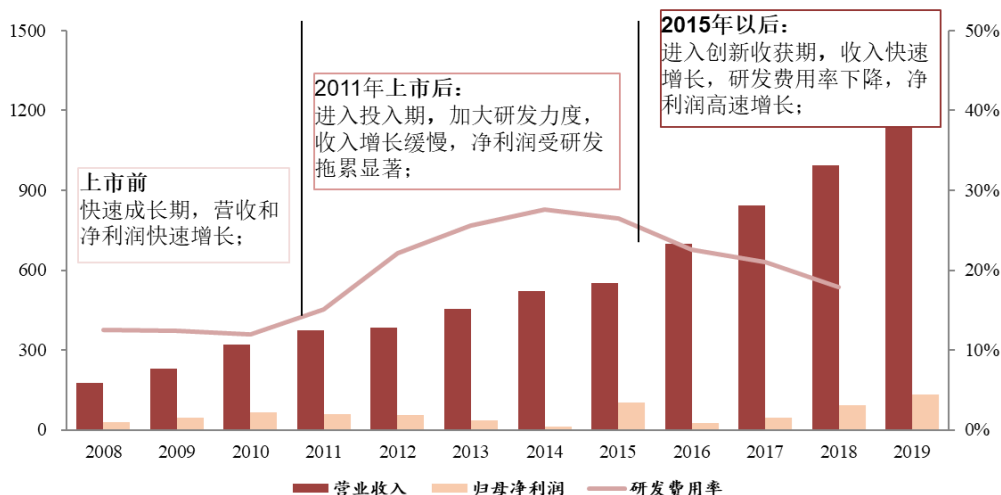
图 2：公司股权结构及集团构成



数据来源：Wind，西南证券整理（子公司截止 2019 年 6 月）

2008 年以来公司发展历程可主要分为三大阶段。上市前，公司处于快速成长期，营收规模和净利润均实现了高速增长。2011 年上市后，公司收入端增速放缓，同时公司持续加大研发投入，净利润持续下滑。2015 年以后，公司在监护、心电、胎儿监护等传统产品领域实现了产品升级，推出多款创新产品，同时进一步开拓了高端 POCT、彩超等新领域，带动了公司收入端重新进入快速增长阶段，同时研发费用率下降，公司净利润高速增长，公司进入新的成长阶段，业绩拐点逐步显现。2019 年公司预计实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 41.7%，利润拐点进一步确定。

图 3：2008 年以来公司三大主要发展阶段（百万元）

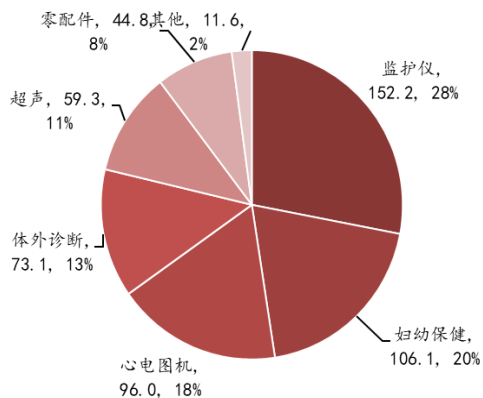


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 收入结构多元化，业绩进入快速释放期

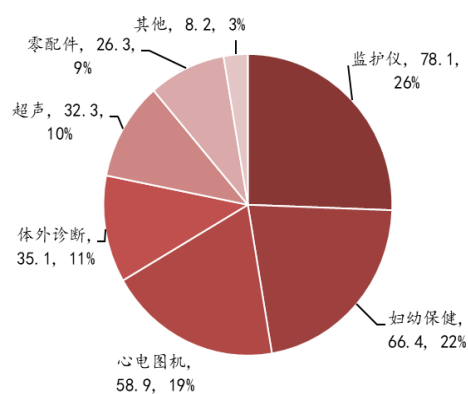
公司主营业务结构：公司产品线丰富，收入来源较为分散，2019H1 监护产品收入 1.5 亿元，占比 28%，妇幼保健产品收入 1.1 亿元，占比 20%，心电产品收入 1 亿元，占比 18%，体外诊断产品收入 0.7 亿元，占比 13%，超声产品收入 0.6 亿元，占比 11%。

图 4：公司 2019H1 主营业务收入结构（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

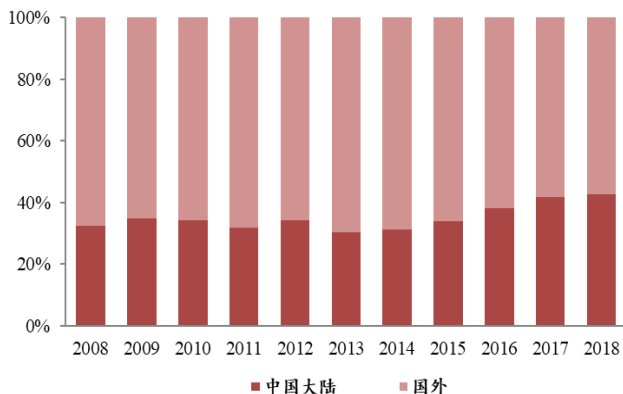
图 5：公司 2019H1 主营业务毛利结构（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

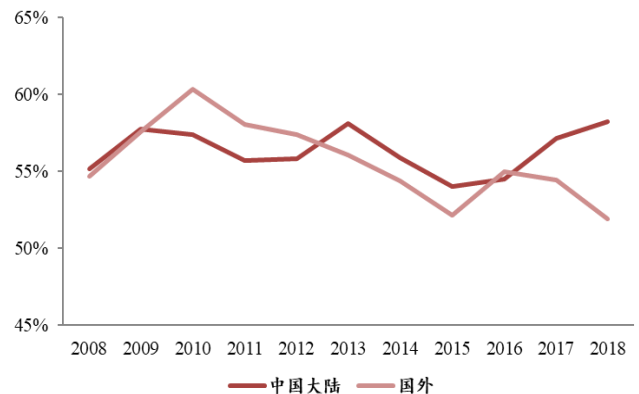
公司收入分布及毛利率情况：公司海外收入占比长期高达 60%以上，2015 年以来国内收入增长快速，国内收入占比快速提升，2018 年国内收入占比为 43%，预计 2019 年国内收入占比将进一步提升。毛利率方面，公司国内外毛利率长期维持在 55%左右，公司整体毛利率水平表现较为稳健。

图 6：公司国内外收入占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

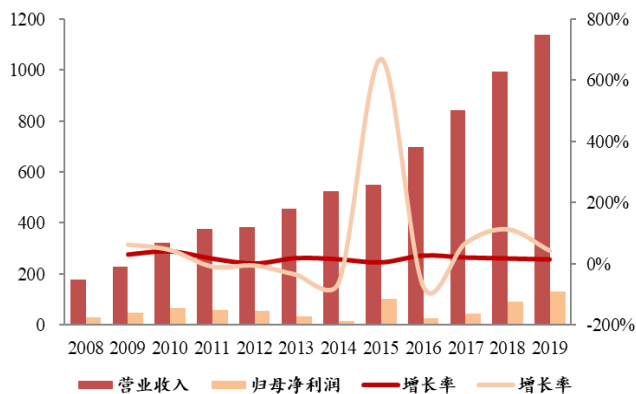
图 7：公司国内外销售毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

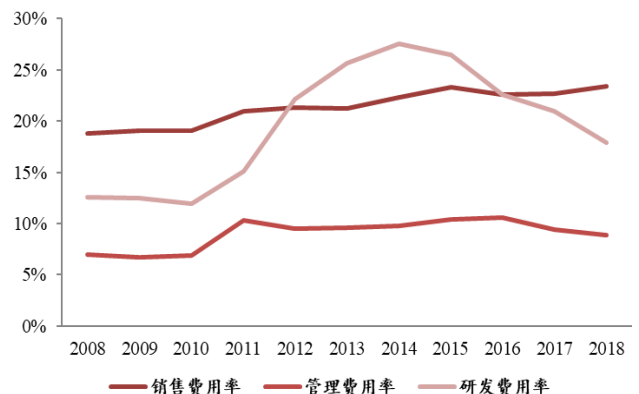
公司业绩状况：2015 年以来公司营业收入保持快速增长趋势，收入规模预计由 2015 年 5.5 亿元增长至 2019 年的 11.4 亿元，年均复合增长率为 20%，归母净利润预计由 2016 年 0.3 亿元增长至 2019 年 1.3 亿元（2015 年由于一次性损益对当期利润影响较大），年均复合增长率为 44%，显著高于同期收入端增速，主要系公司研发费用率大幅改善所致，盈利水平逐步恢复至行业平均水平。

图 8：公司营业收入和归母净利润及增速（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：公司销售、管理及研发费用率情况



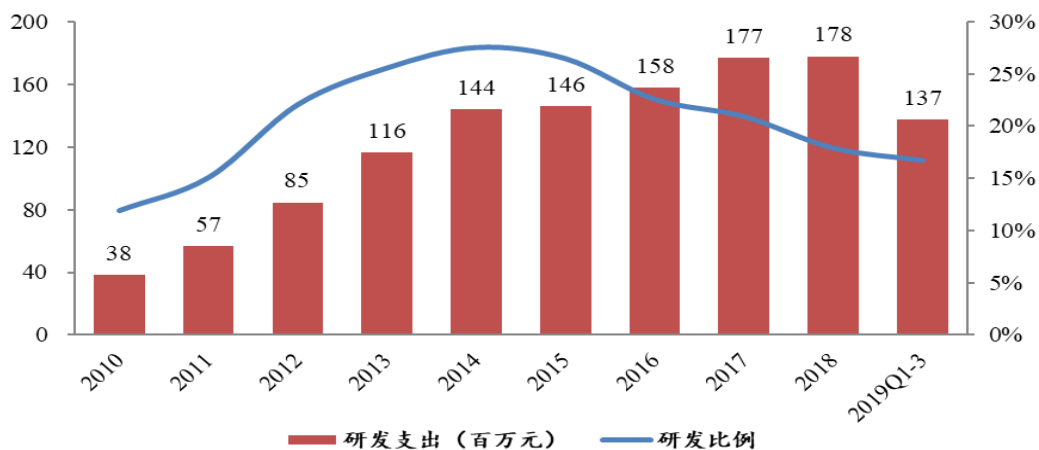
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 传统产品线稳健增长，POCT+彩超潜力可期

2.1 高研发投入构建核心竞争力，公司产品竞争力持续提升

2011 年公司上市以来，研发投入开始大幅增加，研发支出占公司总收入比例快速上升，2014 年研发比例高达 27.6%，2018 年研发投入高达 1.8 亿元，研发支出占比 17.9%。2011 年至 2018 年公司累计研发支出达到 10.6 亿元，占同期累计收入的 22%。

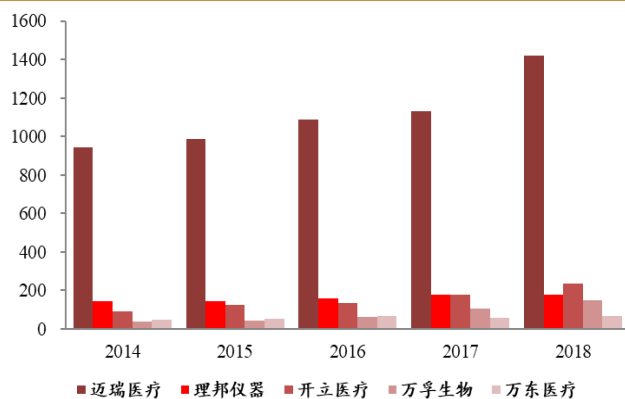
图 10：公司研发支出及研发占收入比



数据来源：Wind，西南证券整理

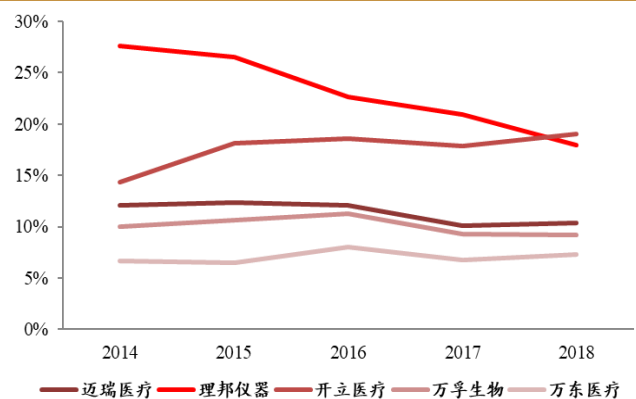
参考 A 股同类公司，2014-2018 年公司累计研发投入仅次于迈瑞医疗，研发支出费用率显著高于同行。

图 11：2014-2018 年部分器械公司研发投入（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：2014-2018 年部分器械公司研发投入占收入比例



数据来源：公司公告，西南证券整理

经过长期坚持高额投入，公司研发实力储备雄厚。公司在胎儿监护、心电、监护仪领域均积累十年以上的经验，拥有着国内一流的研发团队。通过引进林朝博士、石西增博士等高层次人才，迅速打造了一支具有国际水准的 POCT 研发团队。另外，通过引进国际顶尖团队，为公司打造了一支具有国际一流水平的彩超研发团队。

表 1：公司各产品线的研发实力

时间	项目名称
传统产品线	公司在胎儿监护、心电、监护仪传统领域具有十多年的经验，拥有国内一流的研发团队，产品可媲美国际顶尖品牌。
IVD（POCT）产品线	林朝博士：普林斯顿大学化学博士、耶鲁大学生物物理化学博士后、中科院理化技术研究所客座教授、国家“千人计划”特聘专家，曾供职于雅培 i-STAT 产品核心研发团队，2010 年加入公司。
	石西增博士：美国卡耐基梅隆大学博士，对磁学领域研究颇深，曾多年在硅谷从事磁敏及生物传感器研发工作，担任过美国大中型公司高、中、低各阶层管理职务，2012 年加入公司。
	BIT 公司：拥有世界高水准的、全系列的 IVD 产品，具有深厚的知识产权积累和核心技术，产品覆盖血球、生化、免疫、凝血和分子诊断等常，在全球多地设有研发中心，2015 年与公司达成战略合作。
	收购英国 LGC 公司的 ClariLight 分子诊断业务，为公司打造分子诊断研发平台奠定基础。
彩超产品线	由 Sean Murphy 博士（曾担任阿克松（被西门子收购）超声研发总，2012 年加入公司）和孙阶博士（曾在西门子、GE 等公司从事研发管理工作，2012 年加入公司）领导的硅谷研发团队+国内一流人才领导的深圳生产制造团队。

数据来源：公司公告，西南证券整理

2011 年公司推出了首款插件式模块化监护产品，全面进入重症、急救、手术等临床领域，监护产品线竞争力得到大幅提升，2012 年公司推出第一款自主研发生产的妇科检验类产品电子阴道镜，进入妇科领域。2013 年公司推出血气分析仪 i15，开辟了公司高端 POCT 产品线。2015 年公司推出新一代便携彩超 Acclarix 系列，彩超产品竞争力大幅提升。2016 年公司在 POCT 领域推出又一重磅产品磁敏免疫分析仪。2019 年公司推出双探头插座、超轻便便携式彩色超声诊断系统，彩超产品线进一步丰富，另外公司第一代生物刺激反馈仪获批上市，开启了理邦治疗类医疗设备新时代。

图 13：2011 年以来公司产品线推出情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 监护竞争力持续提升，心电+妇幼竞争优势显著

2.2.1 监护仪：产品线持续丰富+创新，持续快速增长可期

公司多参数监护仪产品线丰富，产品了从大到小、从一体机到插件式等多种类型，应用领域涵盖手术室、急救、重症监护、病房、门诊及转运等各种临床需求，具体产品包括插件式监护仪、一体式监护仪、生命体征监测、遥测监护仪以及配套的中央监护系统等。

图 14：公司监护仪产品线丰富

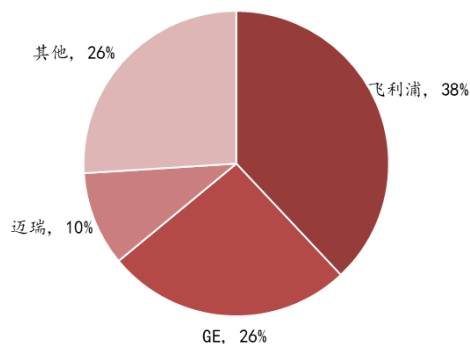


数据来源：公司网站，西南证券整理

公司第一款插件式监护仪于 2011 年取得 CE 认证，2012 年通过 FDA 注册，并于 2014 年取得国内 III 类产品注册，是公司由传统监护仪向高端监护仪进军的标志性产品。2014 年以后，公司监护仪产品线快速得以补充，新一代病人监护仪 iM 系列、elite V 系列、新一代遥测监护仪、新一代基础多参数监护仪等产品先后上市，推动了公司监护产品线快速增长。

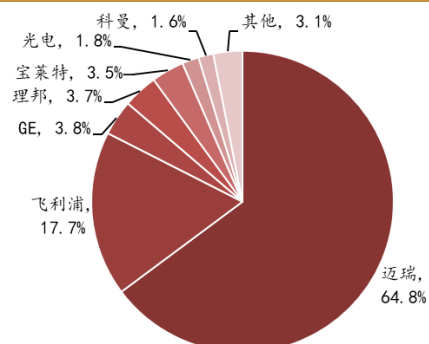
目前，全球监护仪市场主要有飞利浦、GE 和迈瑞等占据，2017 年三家合计占据 74% 的市场份额。国内监护市场中，迈瑞医疗以绝对优势占据国内监护仪市场近 65% 的份额，理邦仪器占据 3.7% 的市场份额，位列第四。理邦仪器国内为数不多掌握核心技术的监护仪生产商，目前发展势头持续向好。此次全球新冠疫情，公司高端监护仪在多个国家实现了销售，凸显了强劲的产品竞争力，未来有望持续保持快速增长。

图 15：2017 年全球监护仪市场竞争格局



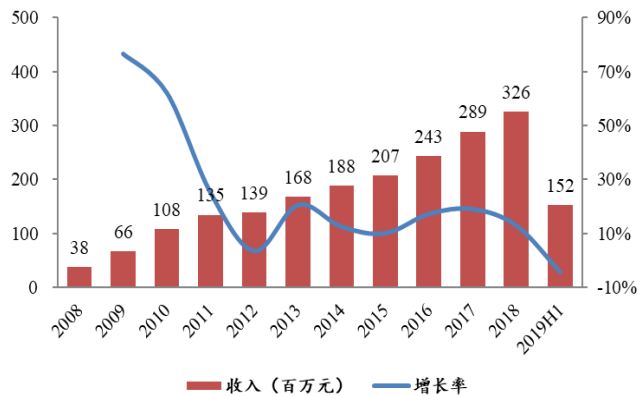
数据来源：医疗器械协会，西南证券整理

图 16：2017 年国内监护仪市场竞争格局

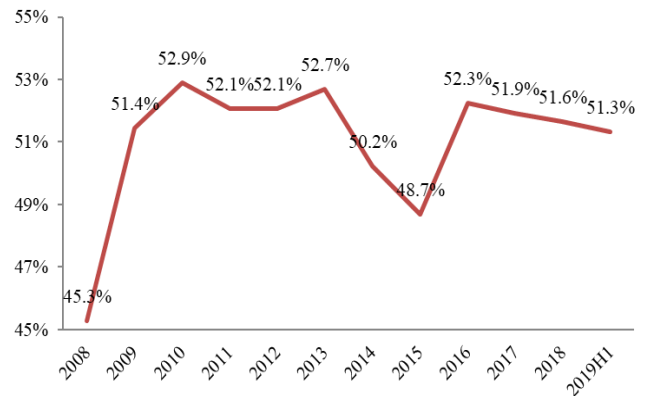


数据来源：公司公告，西南证券整理

得益于产品线的不断丰富以及技术的持续升级创新等，公司监护产品收入保持快速增长趋势。2008 年至 2018 年年均复合增长率为 24.1%。2019 年上半年公司监护产品实现收入 1.5 亿元，同比下滑 4.4%，预计 2019 年全年有望恢复正增长。

图 17：公司监护仪产品收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 18：公司监护仪产品毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.2 心电：技术领先，信息化建设提供新的增长点

公司在心电领域有超过 15 年的发展历史，目前形成了六大系列三十多款产品，涵盖了常规静息心电、高频心电、运动心电、动态心电、心电信息系统、兽用心电系列，是国内目前产品系列最全、产品最多的专业心电厂家之一，国内市场占有率领先，用户遍布全国各地，医院认可度高，产品出口欧美等 100 多个国家和地区，出口金额稳居国内第一位。

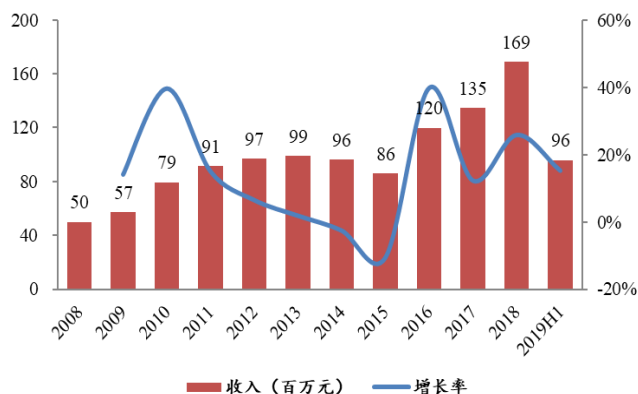
2015 年公司发布全球第一台同步十八导心电图机，实现十八导联同步采集、同步分析测量，可为医生对心肌缺血及心肌梗死的定位诊断更加准确地提供数据依据，在专业心电诊断市场占据了高点。

图 19：理邦云心电网络平台

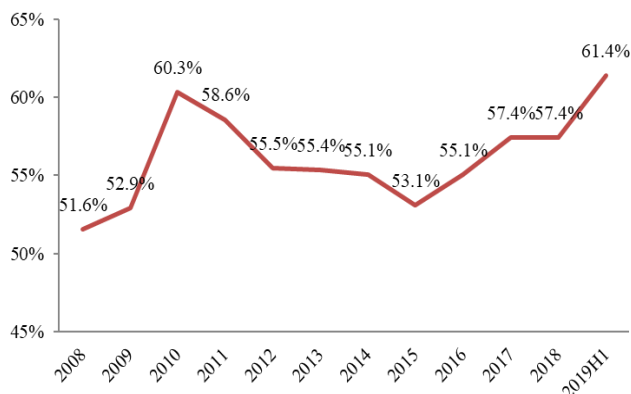

数据来源：公司网站，西南证券整理

在行业增速放缓以及互联网+医疗模式的广泛兴起的背景下，2015 年公司开始将心电产品的纯销售模式拓展为“心电产品+心电云+远程诊断”的智慧医疗模式，通过心电图机检测心电，借助云存储，上传理邦·云心电，通过远程诊断，提升心电诊断水平和效率，为提升公司心电产品销售和品牌影响力提供新的支撑点。另外，公司 2018 年心电信息化接入在北美、欧洲、中东、亚太、大洋洲和非洲全面开展，公司已逐步完成从心电设备制造商向心电整体解决方案提供商的转变。

受益于新产品的推出以及新模式的开拓，公司心电产品于 2015 年以后实现了新一轮的快速增长，2008 年至 2018 年年均复合增长率为 13%，其中 2015 年至 2018 年年均复合增长率高达 25.4%，2019H1 收入 1 亿元，同比增长 15%，继续实现了快速增长。另外，公司心电产品毛利率于 2015 年也开始持续提升，2019 上半年毛利率高达 61.4%，显著高于 2015 年 53.1%。

图 20：公司心电产品收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：公司心电产品毛利率


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2.3 妇幼健康：技术领先，信息化建设提供新的增长点

公司在妇幼健康领域已拥有超过 20 年的经验，是中国胎儿监护仪的开拓者。妇幼保健产品系列作为理邦最早的产品线，公司持续深耕，目前已建立了丰富的产品线，拥有围产监护整体解决方案、妇科诊疗临床应用解决方案以及女性盆底康复等，产品包括胎儿/母亲监护仪、胎心多普勒、无线胎监、产科专用监护仪以及电子阴道镜、LEEP 高频电刀、生物刺激反馈仪（女性盆底治疗）等。

公司胎监产品作为行业的风向标，几乎每个时期的创新性胎监产品都烙上了理邦的标志。2017 年在国内推出了无线多床位胎儿母亲超声监护系统 FTS-6，将创新的理念推向高潮，它将传统床边胎儿监测转移为集中化操作，简化了医护人员的工作流程，提高了工作效率，提升了孕妇监测的依从性，开创了产前检查的全新时代。同时，FTS-6 产品的 360 度无限制旋转集成式探头槽和探头任意放置设计，可让无线探头即拿即用，可任意配置，支持单/双/三胞胎监护。另外，FTS-6 支持 4 至 8 床无线监护，并可扩展至 12 床，解决了监护量大、床位周转困难的问题。

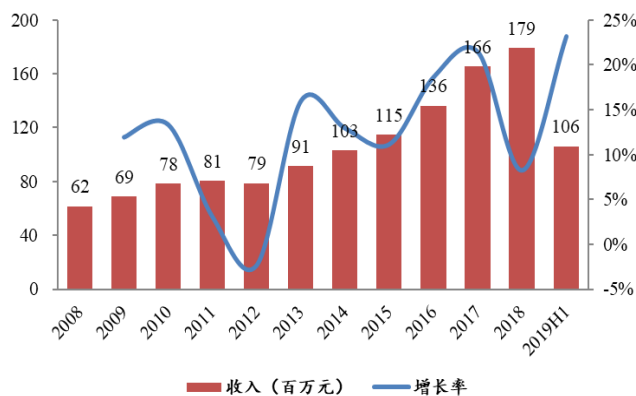
图 22：无线多床位胎儿母亲超声监护系统 FTS-6



数据来源：公司网站，西南证券整理

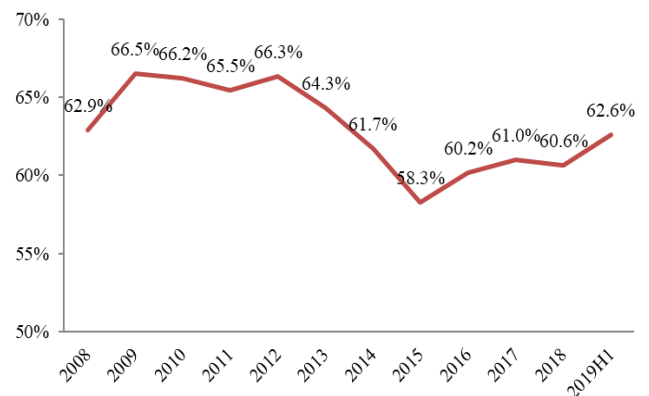
2008 年至 2012 年公司妇幼保健产品销售增长较为缓慢，随后凭借新产品的推出，收入增速开始提升，尤其是 2015 年以后增速显著提升，2015 年至 2018 年复合增长率达到 16%，2019 上半年实现收入 1.1 亿元，同比增长 23.2%。预计随着盆底康复设备等新产品的上市，公司妇幼健康产品线有望继续保持快速增长。

图 23：公司妇幼健康产品收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：公司妇幼健康产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 高端 POCT 进入放量期，彩超利剑出鞘在即

2.3.1 POCT：血气持续快速增长+磁敏开始放量，加码分子诊断布局

公司 2010 年开始布局体外诊断领域，2012 年收购深圳联合实验（理邦实验），获得具有自主知识产权的五分类全自动细胞分析仪，2013 年推出首款自主研发的 POCT 产品血气生化分析仪 i15，2015 年免疫分析领域拳头产品磁敏免疫分析仪 m16 惊艳亮相，并于 2016 年进入市场推广。2015 年公司与德国百年老牌企业 BIT 合资携手合作，向常规 IVD 领域延伸拓展，初步完成体外诊断领域布局，先后推出了 H30 和 H50 等血细胞分析仪。2019 年公司收

购英国 LGC 公司的快速诊断（POCT）ClariLight 分子诊断平台业务，进一步开拓分子诊断领域。

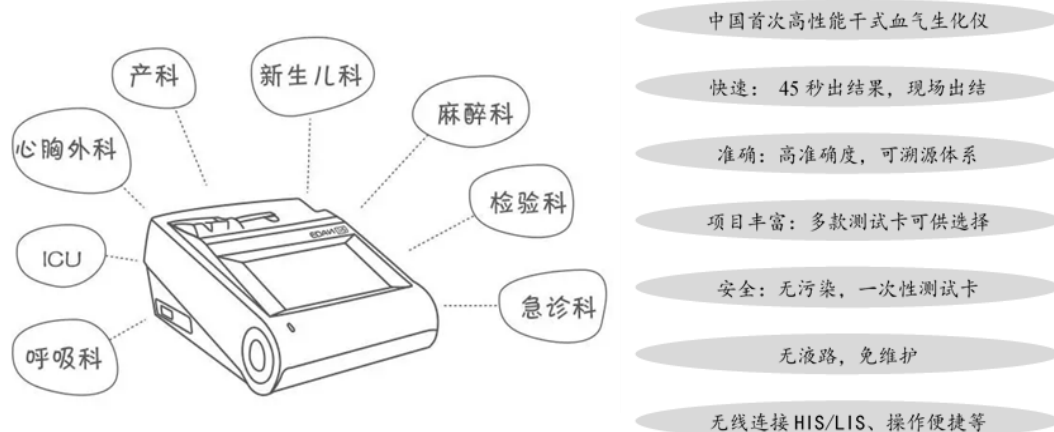
图 25：公司体外诊断产品布局



数据来源：公司网站，西南证券整理

血气分析仪：2013 年公司第一款国内首创、国际领先的 POCT 战略产品 i15 血气生化分析仪诞生，拥有 40 多项国家专利及实用新型专利，完美地集成了智能微流控技术，使早期诊断、早期发现、早期治疗变成可能，充分说明了公司在自主研发方面的核心竞争力。

图 26：公司体外诊断产品布局



数据来源：公司网站，西南证券整理

i15 血气生化分析仪是国内首创高性能干式快速诊断血气分析仪，采用先进的微传感器制作技术，采用卡式检测，可用于测量一些要求能够即时测量的生化参数入血气、电解质、代谢物等，产品性能已处于国内领先地位，并可与外资品牌媲美，目前已在全球多个国家销售，累计实现了数千台 i15 设备的装机。此次全球新冠疫情中，公司血气分析仪在国内外抗疫过程中发挥了重要的作用，也验证了 i15 过硬的产品质量，为产品后续持续快速增长进一步奠定了扎实基础。

磁敏分析仪：公司第二款快速诊断产品磁敏免疫分析仪 m16 于 2015 年诞生，该产品采用磁敏免疫技术，具有灵敏度高、抗干扰能力强、多靶标检测、携带方便等优点，采用了真正意义上的主动式智能微流控技术，控制参与反应的各种试剂的温度、流量、流速、流向、反应时间，检测结果精准。2019 年公司进一步发布了多通道的 m36X 磁敏分析仪，提高了检测通量，丰富了应用场景。

图 27：公司磁敏免疫分析仪特征



数据来源：公司网站，西南证券整理

目前，公司磁敏分析仪已推出 20 种检测试剂卡，能够提供的检测项目涉及多个疾病领域，包括心血管疾病（心肌五项、高肌钙蛋白、脂蛋白相关磷脂酶 A2 等）、感染性炎症（降钙素原、C 反应蛋白、血清淀粉样蛋白 A、白介素 6 等）、凝血疾病（D-二聚体、超敏 C 反应蛋白等）等。2019 年 7 月，感染性标志物测定试剂盒获批上市，仅需 15 分钟即可完成四项感染性指标的同步检测，是目前市场上鲜有的能实现感染性四项指标同时检测的产品，并可根据不同临床应用场景的需求提供高达 6 种不同检测指标组合的型号，具备灵敏度高、检测范围宽、与检验科大型设备结果高一致性等优势，可满足当前精准诊疗的需求，在临床急诊、感染、呼吸、ICU 等科室中拥有广阔的应用空间。

以肌钙蛋白（cTnI）为例，北京协和医院对理邦磁敏免疫分析仪 m16 和实验室的大型发光设备西门子的 Dimension EXL 进行检验结果比对，m16 的阳性符合率为 100%，阴性符合率为 100%，总体符合率为 100%，结果高度一致，验证了 m16 产品的检测性能可媲美实验室大型设备，为产品快速放量奠定了坚实基础。

表 2：磁敏分析仪 m16 和西门子 Dimension EXL 检测 cTnI 的结果一致性分析

	Dimension EXL 阳性	Dimension EXL 阴性	合计
m16 阳性	50	0	50
m16 阴性	0	52	52
合计	50	52	102

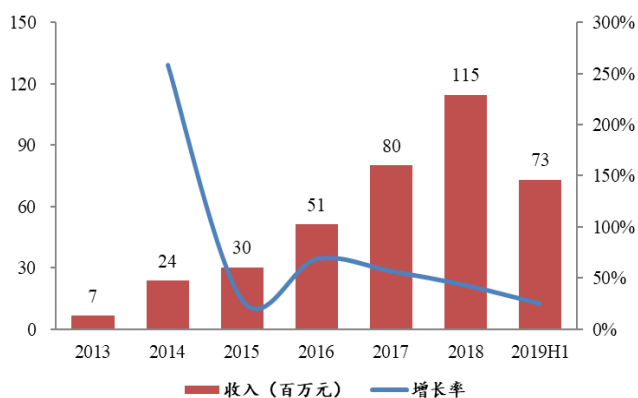
数据来源：公司网站，西南证券整理

磁敏分析仪有望借助胸痛中心快速放量：中国心血管病患率及死亡率仍处于上升阶段，2015 年心血管病死亡占居民疾病死亡构成 40% 以上，推算心血管病现患人数 2.9 亿，高血压 2.7 亿。急性心梗作为常见的心血管疾病，将是我国未来 20 年死亡上升最快的疾病，预计 2030 年有 2260 万心肌梗死患者。为降低急性心肌梗死的发病率和死亡率，2015 年胸痛中心建设被纳入国家政策，2019 年底通过认证的胸痛中心已达超过 1300 家，预计未来有望达到 5000 家。胸痛中心对肌钙蛋白等指标的检测时间、准确率要求较高，公司磁敏分析仪兼顾检测时间快、检测结果准的双重优势，非常适合胸痛中心配置。

磁敏分析仪已于 2019 年开始放量，截止 2019 年底已累计装机 300 台左右，参考目前传统 POCT 技术如胶体金的市场规模及增速，公司磁敏分析仪有望凭借产品性能优势、国内胸痛中心建设潮等实现快速增长。

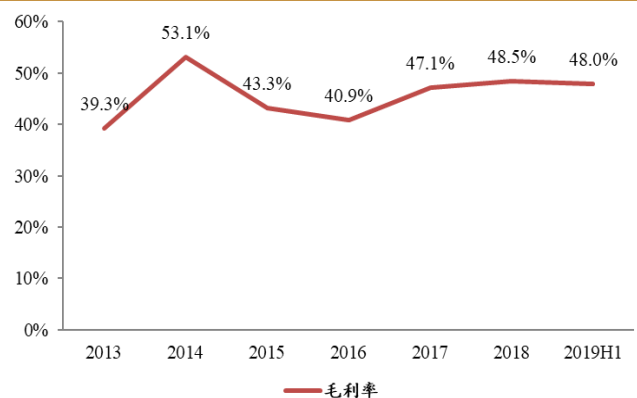
2013 年至 2018 年，公司体外诊断产品收入由 7 百万元增长至 1.2 亿元，增长迅速，2019 年上半年收入 0.7 亿元，同比增长 25.1%。预计随着公司血气分析仪的持续装机以及磁敏分析仪的快速上量，公司体外诊断产品线有望持续保持快速增长。

图 28：公司体外诊断产品收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 29：公司体外诊断产品毛利率

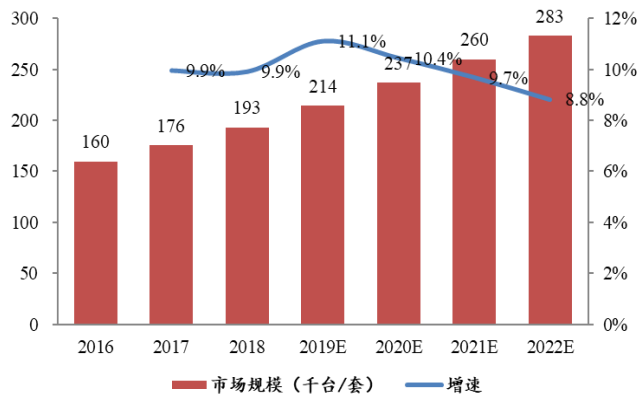


数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3.2 超声：硅谷研发+深圳智造，产品竞争力持续提升

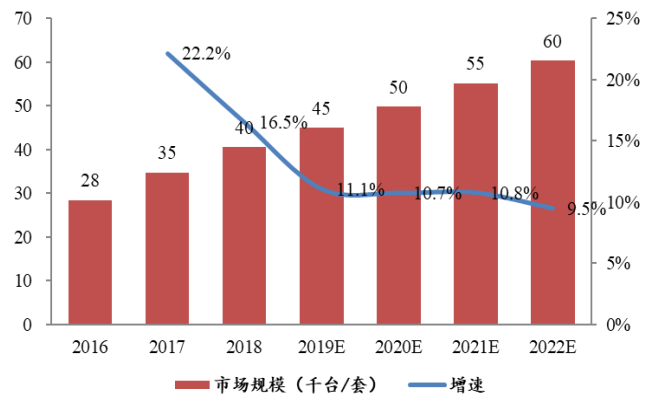
在全球老龄化加深、疾病发病率提升、超声医学在临床应用的延伸和细分化等多个因素的推动下，全球超声医学影像设备市场保持稳定发展态势，2018 年市场规模已超过 19 万台，预计 2022 年将超过 28 万台，年均复合增长率接近 10%。2018 年中国超声市场规模为 4 万台，预计 2022 年将达到 60 万台，年均复合增长率超过 10%。

图 30：全球超声医学影像设备市场规模



数据来源：Signify Research，西南证券整理

图 31：中国超声医学影像设备市场规模



数据来源：Signify Research，西南证券整理

公司于 2008 年开启美国硅谷之旅，为超声影像的战略发展布局谋篇。2012 年公司在美国加利福尼亚出资设立美国理邦，拥有多年西门子工作经验的孙阶博士首先加入，随后曾在阿克松和西门子工作多年的副总裁 Sean Murphy 博士也应邀加入，一支由国际顶级专家组成的超声研发团队在硅谷迅速建立。为了让硅谷的设计概念适应国内超声临床市场，公司在深圳成立一支本土研发团队，负责开发、工程实现和生产制造。

公司于 2013 年推出首款彩超产品 U 系列，主要定位于中低端市场。2015 年公司新一代的 Acclarix 彩超系列（便携式彩超 AX8 和推车式彩超 LX8）上市，其中 Acclarix AX8 凭借着浓厚的“硅谷气质”，先后获得了德国的“iF 奖”和“红点奖”。2018 年公司相继发布便携彩超 U60 和台式彩超 Acclarix LX4，弥补了公司在中端台式彩超市场的空白。2019 年公司进推出首款双探头插座、超轻便携式彩超 AX3，进一步丰富了公司彩超产品线。

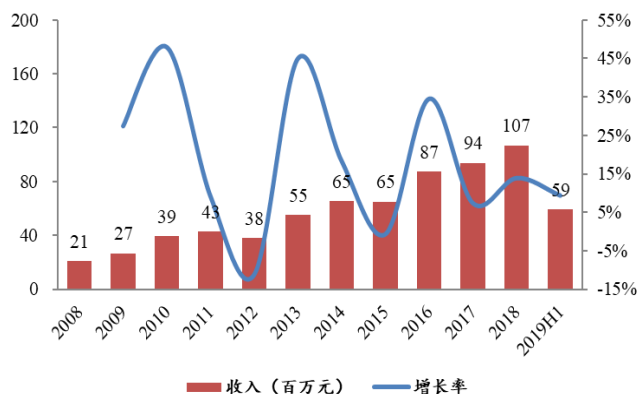
图 32：公司彩超产品线持续丰富



数据来源：公司网站，西南证券整理

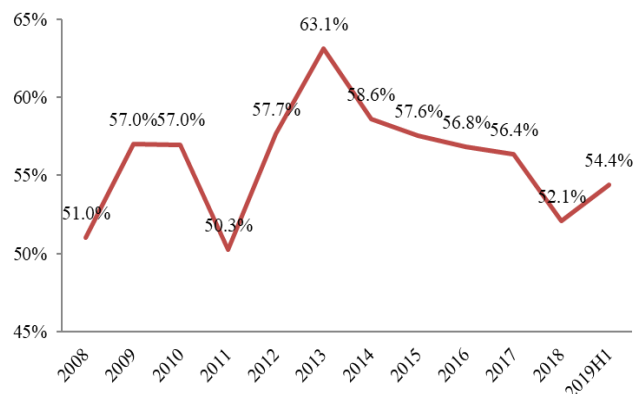
2015 年公司推出新一代彩超产品线，随后持续丰富产品线，超声业务持续快速增长，收入规模由 0.7 亿增长至 1.1 亿元，年均复合增长率为 18%，2019 年上半年收入 0.6 亿元，同比增长 9.4%。我们预计，随着公司产品技术的持续提升以及产品线的持续丰富，公司彩超业务有望实现快速增长。

图 33：公司超声产品收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：公司超声产品毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 积极布局智慧健康，为传统产品提供新增长点

公司在 2015 年成立子公司深圳理邦智慧健康发展有限公司，子公司作为理邦探索智慧医疗健康领域的业务发展平台，以开放型的组织方式和创新的商业模式，与广大优质的医疗信息化、健康管理企业深度融合，和技术创新者合作，基于公司在心电、监护、妇幼健康、体外诊断以及超声影像五大产品领域的核心技术、渠道和品牌优势，进一步丰富公司在医疗健康市场上的解决方案和综合服务能力。

图 35：理邦云平台结构示意图

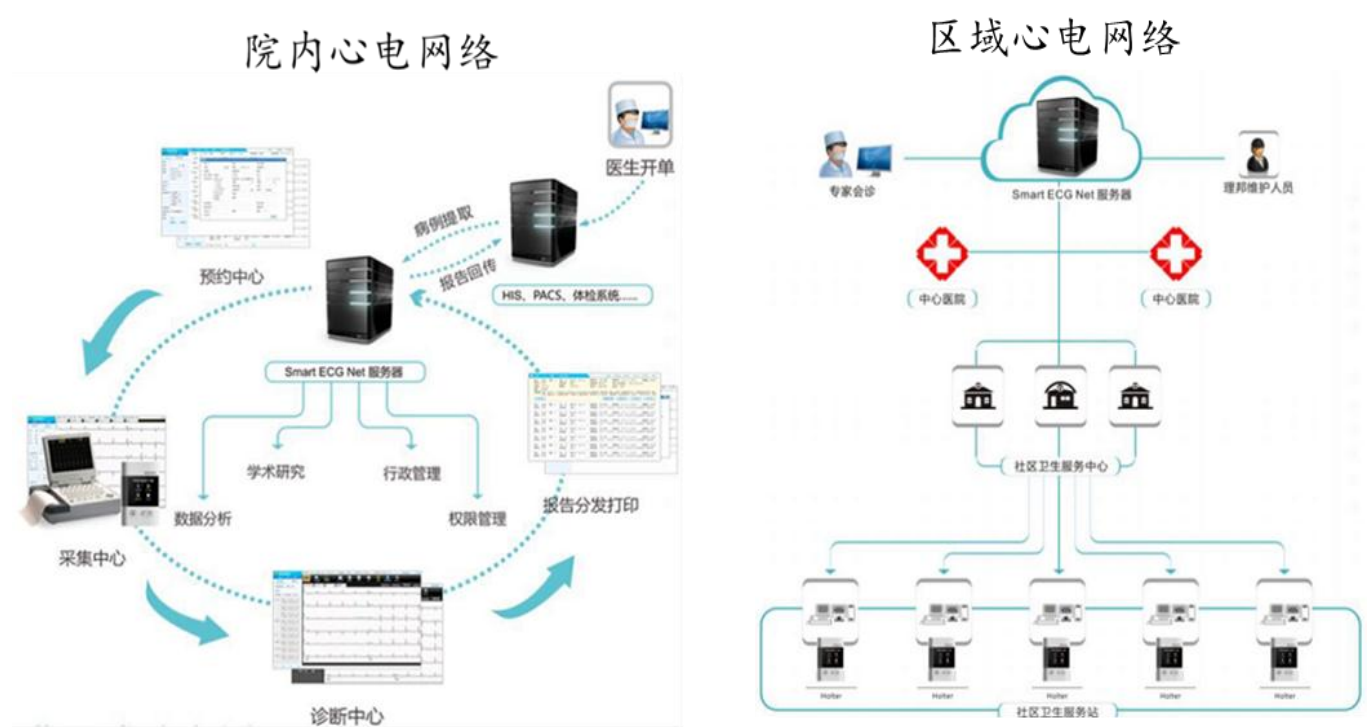


数据来源：公司网站，西南证券整理

理邦云平台可以在公司丰富的产品类型以及临床解决方案经验的支撑下，借助互联网技术打破孤岛现象，整合专家医疗资源，发挥区域中心医院的资源优势，辐射周边基层医疗机构，扩展基层医疗机构的检查项目，提升医疗服务服务质量，有效地落实基层首诊、分级诊疗、上下转诊的政策。

心电网络作为公司目前重点开拓的方向，理邦智慧心网可提供完整的软硬件一体化心电网络解决方案，涵盖了院内，区域以及跨区域云心电服务，极大地保障了产品的延续性与稳定性。理邦院内心电网络在医院内通过心电网络，实现各科室的动态心电和静态心电的预约、采集、诊断、高级分析、数据统计、学术研究、权限管理等功能，优化工作流，提高工作效率，目前已在黄石中心医院、上海国际医学中心以及哈励逊国际和平医院等多个医院实施。理邦区域心电网络可实现远程动态心电和静态心电会诊，改善基础医疗服务水平，实现分级诊疗的网络化、智能化发展，目前成功案例包括杭州江干区远程心电会诊系统和淄博市临淄区心电整体解决方案等。

图 36：理邦院内和区域心电网络图示



数据来源：公司网站，西南证券整理

目前，国家对智慧医疗的扶持、大数据在医疗行业的应用、精准医疗的日益重要共同推动着智慧医疗市场的快速增长，在此次国内新冠疫情发生后，理邦智慧心网在多家医院发挥了重要作用，为患者争取了更多的救治机会，也避免了医护人员交叉感染的风险。

2019 年上半年子公司智慧健康收入 2058 万元，同比增长 70%以上。我们预计，随着公司的持续深耕，智慧健康业务有望实现快速发展，带动公司传统优势产品如心电图机等加速增长，成为公司业绩新的增长点。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：2019-2021 年公司监护产品销量增长 2%、50%和 0%，单价维持稳定，毛利率分别为 51%、52%和 52%；

假设 2：2019-2021 年公司妇幼保健产品销量增长 25%、5%和 25%，单价维持稳定，毛利率分别为 62%、62%和 62%；

假设 3：2019-2021 年公司心电产品销量增长 18%、30%和 15%，单价维持稳定，毛利率分别为 61%、61%和 61%；

假设 4：2019-2021 年公司体外诊断产品销量增长 28%、80%和 30%，单价维持稳定，毛利率分别为 49%、53%和 55%；

假设 5：2019-2021 年公司超声产品销量增长 10%、5%和 30%，单价维持稳定，毛利率分别为 53%、54%和 55%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
监护业务	收入	325.8	332.3	498.4	498.4
	增速	12.8%	2.0%	50.0%	0.0%
	成本	157.5	162.8	239.2	239.2
	毛利率	51.6%	51.0%	52.0%	52.0%
妇幼保健业务	收入	179.2	224.0	235.2	294.0
	增速	8.3%	25.0%	5.0%	25.0%
	成本	70.6	85.1	89.4	111.7
	毛利率	60.6%	62.0%	62.0%	62.0%
心电业务	收入	169.1	199.5	259.4	298.3
	增速	25.7%	18.0%	30.0%	15.0%
	成本	72.1	77.8	101.2	116.3
	毛利率	57.4%	61.0%	61.0%	61.0%
体外诊断业务	收入	114.6	146.6	263.9	343.1
	增速	43.0%	28.0%	80.0%	30.0%
	成本	59.0	74.8	124.0	154.4
	毛利率	48.5%	49.0%	53.0%	55.0%
超声业务	收入	106.8	117.5	123.4	160.4
	增速	13.9%	10.0%	5.0%	30.0%
	成本	51.2	55.2	56.8	72.2

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	毛利率	52.1%	53.0%	54.0%	55.0%
其他	收入	97.2	116.7	122.5	147.0
	增速	20.9%	20.0%	5.0%	20.0%
	成本	40.3	49.0	51.5	61.7
	毛利率	58.5%	58.0%	58.0%	58.0%
合计	收入	992.7	1136.6	1502.9	1741.3
	增速	17.7%	14.5%	32.2%	15.9%
	成本	450.7	504.8	662.1	755.7
	毛利率	54.6%	55.6%	55.9%	56.6%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 估值

我们选取行业中的可比公司迈瑞医疗、开立医疗和万孚生物，2020 年三家公司平均 PE 为 49 倍。公司经营持续改善，业绩拐点确立，未来三年公司有望持续高增长。我们给予公司 2020 年 41 倍 PE，对应目标价 16.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
300760	迈瑞医疗	3123	46.8	57.2	69.3	67	55	45
300633	开立医疗	104	1.1	2.5	3.2	95	41	33
300482	万孚生物	273	3.9	5.3	7.0	70	51	39
平均值						77	49	38

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

产品研发或不及进展、新产品放量或不及预期、汇率波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	992.72	1136.64	1502.90	1741.32	净利润	86.21	126.38	237.25	270.61
营业成本	450.71	504.79	662.07	755.66	折旧与摊销	38.75	39.76	39.76	39.76
营业税金及附加	10.78	11.93	15.03	17.41	财务费用	-4.40	-7.96	-10.52	-12.19
销售费用	231.97	261.43	285.55	365.68	资产减值损失	19.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	87.98	284.16	345.67	383.09	经营营运资本变动	-163.67	-39.51	-138.94	-89.83
财务费用	-4.40	-7.96	-10.52	-12.19	其他	105.80	-9.00	-8.00	-12.00
资产减值损失	19.64	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	82.34	109.67	119.55	196.34
投资收益	4.10	9.00	10.00	11.00	资本支出	26.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-174.57	9.00	10.00	11.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-148.37	9.00	10.00	11.00
营业利润	82.00	91.28	215.11	242.67	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.34	39.00	48.50	58.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.35	130.28	263.61	300.67	股权融资	-28.29	0.00	0.00	0.00
所得税	-0.87	3.91	26.36	30.07	支付股利	-49.73	-18.53	-26.27	-46.98
净利润	86.21	126.38	237.25	270.61	其他	23.20	8.62	10.52	12.19
少数股东损益	-6.44	-4.95	2.37	5.41	筹资活动现金流净额	-54.82	-9.91	-15.75	-34.79
归属母公司股东净利润	92.65	131.33	234.88	265.19	现金流量净额	-118.68	108.76	113.80	172.56
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	278.02	386.78	500.59	673.14	成长能力				
应收和预付款项	160.19	167.88	222.31	258.66	销售收入增长率	17.72%	14.50%	32.22%	15.86%
存货	159.99	179.19	233.02	267.24	营业利润增长率	144.96%	11.32%	135.65%	12.81%
其他流动资产	216.41	247.79	327.64	379.61	净利润增长率	127.30%	46.58%	87.73%	14.06%
长期股权投资	11.98	11.98	11.98	11.98	EBITDA 增长率	24.70%	5.79%	98.51%	10.60%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	447.66	422.37	397.08	371.79	毛利率	54.60%	55.59%	55.95%	56.60%
无形资产和开发支出	154.43	140.93	127.42	113.92	三费率	31.79%	47.30%	41.30%	42.30%
其他非流动资产	12.93	11.97	11.00	10.04	净利率	8.68%	11.12%	15.79%	15.54%
资产总计	1441.62	1568.88	1831.03	2086.37	ROE	6.85%	9.25%	15.04%	15.03%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.98%	8.06%	12.96%	12.97%
应付和预收款项	126.09	142.51	186.89	214.56	ROIC	7.90%	7.54%	16.06%	16.57%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.72%	10.83%	16.26%	15.52%
其他负债	57.71	60.05	66.84	70.88	营运能力				
负债合计	183.81	202.56	253.73	285.44	总资产周转率	0.69	0.76	0.88	0.89
股本	585.00	581.72	581.72	581.72	固定资产周转率	2.20	2.61	3.67	4.53
资本公积	410.63	413.91	413.91	413.91	应收账款周转率	11.87	10.60	11.84	11.09
留存收益	255.84	368.64	577.25	795.47	存货周转率	2.96	2.98	3.20	3.00
归属母公司股东权益	1245.69	1359.15	1567.76	1785.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.90%	—	—	—
少数股东权益	12.12	7.17	9.54	14.95	资本结构				
股东权益合计	1257.81	1366.32	1577.30	1800.93	资产负债率	12.75%	12.91%	13.86%	13.68%
负债和股东权益合计	1441.62	1568.88	1831.03	2086.37	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	5.60	5.97	5.96	6.39
					速动比率	4.50	4.88	4.88	5.31
					股利支付率	53.67%	14.11%	11.18%	17.71%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.23	0.40	0.46
					每股净资产	2.14	2.34	2.70	3.07
					每股经营现金	0.14	0.19	0.21	0.34
					每股股利	0.09	0.03	0.05	0.08
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	116.36	123.09	244.35	270.24					
PE	77.54	54.70	30.59	27.09					
PB	5.77	5.29	4.58	4.02					
PS	7.24	6.32	4.78	4.13					
EV/EBITDA	59.67	55.20	27.34	24.08					
股息率	0.69%	0.26%	0.37%	0.65%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn