

# 乐心医疗 (300562.SZ)

## 医疗级远程健康监测设备及服务供应商

买入

### 核心观点

**医疗级远程健康监测设备及服务提供商，23 年实现扭亏为盈。**自 2000 年成立以来，公司产品矩阵不断丰富，战略定位逐渐清晰，从过去传统三大品类（秤+可穿戴产品+血压计），逐步向医疗远程健康检测设备提供商转变。经过 2022 年对消费电子代工业务的收缩及相应减值计提，公司重新构建了从硬件、软件到服务的金字塔型业务结构，以医疗级健康监测硬件设备为基础，经软件赋能后形成远程健康管理业务 (RPM)，以及在此基础上天然形成的数字医疗服务业务。公司拥有软硬件一体的研发、制造能力，并具备全球化的医疗器械资质，有望率先打开国内的医疗服务蓝海市场。

**深耕智能健康领域二十年，具备全球主流国家医疗器械资质。**公司深耕医疗健康产品、智能可穿戴产品等设备的研发、设计与制造，拥有伟伦、WITHINGS、博朗、飞利浦等全球头部客户，相关营收约占 8 成。公司拥有健康 IoT 领域的多维度体征监测产品线，产品包括已获得二类医疗器械认证的电子血压计、脂肪测量仪、医疗级健康手表、智能心电贴等，23 年公司新推出智能血糖仪、OTC 助听器等，持续推动公司业务实现稳步增长。

**远程健康管理解决方案，受益欧美国家 RPM 渗透率提升。**RPM 通过先进的传感器、移动设备和通信技术来测量并传输用户的生命体征数据，并将数据发送回医疗服务提供者，以供其为用户提供个性化的健康服务。目前公司已与 Teladoc、Livongo、Lark 等多个欧美头部 RPM 客户建立深度合作，提供从硬件研发到数据分析、客户反馈等全流程的解决方案，深度受益欧美 RPM 行业的快速发展，随着全球医疗保险支出增加，RPM 解决方案业务有望迎来高速增长。

**基于 RPM 整体交付能力，开拓国内数字健康服务新市场。**公司基于深厚的医疗级智能健康设备研发、制造能力，及软件研发优势、医疗行业资源等，积极开拓国内医疗服务新市场。聚焦心脑血管慢病领域，深度布局两大创新业务：数字化血压管理服务、远程动态心电服务。目前，远程动态心电服务业务已在“两梗风险筛查”、“术后院外预后管理”等应用场景逐步落地。

**盈利预测与估值：**预计公司 2024-26 年归母净利润 0.50/0.64/0.84 亿元 (+46.0%/28.1%/31.4%)，EPS 分别为 0.23/0.30/0.39 元。基于可比公司相对估值，并考虑到公司医疗服务业务在国内具有领先性和开拓性，有望支撑公司未来几年业绩实现高速增长，我们给予公司 24 年 PEG 0.86-0.89，目标价 11.57-12.03 元，给予“买入”评级。

**风险提示：**新产品技术不及预期、客户拓展不及预期、医疗政策变化风险。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,065	884	1,108	1,402	1,835
(+/-%)	-41.5%	-17.0%	25.3%	26.6%	30.9%
归母净利润(百万元)	-32	34	50	64	84
(+/-%)	-464.1%	206.4%	46.0%	28.1%	31.4%
每股收益(元)	-0.15	0.16	0.23	0.30	0.39
EBIT Margin	-2.7%	1.5%	3.5%	3.5%	3.7%
净资产收益率 (ROE)	-3.2%	3.3%	4.6%	5.7%	7.0%
市盈率 (PE)	-65.0	61.7	42.3	33.0	25.1
EV/EBITDA	-608.9	71.5	39.7	34.2	29.0
市净率 (PB)	2.07	2.04	1.96	1.87	1.76

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·财报点评

#### 电子·消费电子

<b>证券分析师：胡剑</b> 021-60893306 hujian1@guosen.com.cn S0980521080001	<b>证券分析师：胡慧</b> 021-60871321 huhui2@guosen.com.cn S0980521080002
<b>证券分析师：周靖翔</b> 021-60375402 zhoujingxiang@guosen.com.cn S0980522100001	<b>证券分析师：叶子</b> 0755-81982153 yezi3@guosen.com.cn S0980522100003
<b>联系人：詹浏洋</b> 010-88005307 zhanliuyang@guosen.com.cn	<b>联系人：李书颖</b> 0755-81982362 lishuying@guosen.com.cn

#### 联系人：连欣然

010-88005482  
lianxinran@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	
收盘价	9.13 元
总市值/流通市值	1980/1460 百万元
52 周最高价/最低价	13.00/5.94 元
近 3 个月日均成交额	84.77 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 医疗级远程监测解决方案提供商

### 业务结构迎重大改革，从解决方案提供者迈向医疗服务提供商

乐心医疗自 2000 年创立至今，已经发展成为一家在医疗级远程健康监测设备及服务领域具有重要地位的企业，构建了从传统医疗设备制造到远程健康管理服务提供者的金字塔型业务体系。

- ✓ 2000-2009：以技术积累和产品研发为核心，成功掌握电子秤传感器核心部件技术，并推出电子血压计。
- ✓ 2010-2019：成立国内自主品牌，进入智能穿戴设备市场，与微信联合推出智能手环，加速品牌影响力建设；成功上市；智能穿戴设备销量进入全球前五。
- ✓ 2022-至今：明确“医疗级远程健康监测设备及服务提供商”作为中长期发展的战略定位，逐步开拓国内远程医疗服务的全新市场。

图1：公司发展历程



资料来源：乐心医疗，国信证券经济研究所整理

公司具备从底层的硬件、软件自研，到顶层的全套解决方案及服务的供应能力。在硬件研发方面，公司能快速对接业界成熟的芯片系列，同时能在和原厂合作的情况下，接入最新的芯片系列，最大限度缩短产品落地时间。软件方面，经过多年的算法产品落地经验，公司已经建立起成熟的算法在线、离线验证平台，可快速回归验证，以保证产品发布的可靠性。此外，在自研操作系统的支持下，公司在存储技术、GUI 技术、操作系统等三个方面均有长期积累。

截至 2023 年末，公司累计取得专利证书 618 件，其中发明专利 109 件，实用新型专利 262 件，外观设计专利 247 件。累计取得软件著作权 60 件，国内注册商标 536 件，海外专利证书 28 件，海外注册商标 122 件。

图2: 公司三大业务



资料来源: 乐心医疗, 国信证券经济研究所整理

**医疗级健康监测设备:** 医疗级健康 IoT 设备是公司最主要营收来源, 约占营收 8 成。公司深耕智能健康领域二十余年, 专业从事医疗健康产品、智能可穿戴产品等设备的研发设计、生产制造、运营服务与销售, 具备全球范围医疗器械资质, 获得 20 余个主流国家的医疗器械认证, 同时供应链管理均符合 ISO13485 医疗器械质量管理体系认证, 与众多国内外知名健康 IoT 行业巨头建立了长期稳定的合作关系, 如伟伦、WITHINGS、博朗、飞利浦等。

目前公司拥有健康 IoT 领域的多维度体征监测产品线, 旗下医疗健康产品包括智能电子血压计、电子健康秤 (可分为电子体重秤和电子厨房秤)、智能血糖仪、脂肪测量仪、心电检测设备、OTC 助听器等; 智能可穿戴产品包括智能手环、智能手表等。其中, 电子血压计、脂肪测量仪、智能血糖仪、医疗级健康手表、智能心电贴、OTC 助听器已获得二类医疗器械认证。

图3: 公司健康 IoT 产品线



资料来源: 乐心医疗, 国信证券经济研究所整理

**远程健康管理业务 (RPM):** 依托先进的医疗设备和平台, 为海外头部客户提供全系列健康监测设备及设备管理平台。远程患者监护 (Remote Patient Monitoring, 简称 RPM) 是一种医疗服务模式, 其通过先进的传感器、移动设备和通信技术来测量并传输用户的生命体征数据, 如心率、血压、血糖、心电等, 并将数据发送回医疗服务提供者, 以供其为用户提供个性化的健康评估、风险预警、健康指导等服务。

公司能够为客户提供“一站式”远程健康管理解决方案, 涵盖了从远程智能健康设备的研发制造、设备集成、设备管理、物流仓储、数据传输、数据存储、分析

处理到客户反馈等多个环节，可根据各行业客户需求交付，目前公司已和欧美国家多个头部 RPM 客户建立深度合作，如 Teladoc、Livongo、Lark 等，业务未来增长可期。

图4: 远程健康管理方案



资料来源：乐心医疗，国信证券经济研究所整理

**数字医疗服务：结合医疗级设备、AI 技术与数字化管理，提供端到端的医疗解决方案。**公司目前主要聚焦心脑血管慢病领域，深度布局两大创新业务：**数字化血压管理服务**：为大众提供全面的血压管理解决方案，结合医疗级 4G 设备持续采集数据，并由专业健康管理师团队，利用心血管 AI 大模型，为高血压患者提供远程管理服务。**远程动态心电监测**：围绕心电服务，利用可穿戴心电设备与 AI 算法，为心脏病等重症慢性病患者提供“两梗”风险筛查与术后管理服务方案，解决诊疗与康复的关键问题。

图5: 数字化血压管理服务



资料来源：乐心医疗，国信证券经济研究所整理

图6: 远程动态心电监测

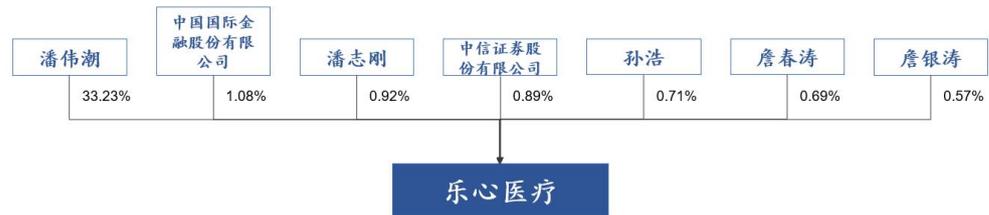


资料来源：乐心医疗，国信证券经济研究所整理

### 实施限制性股票激励计划，授予核心管理及技术人员

公司实控人为潘伟潮先生，任公司董事长和总经理。截至 2023 年三季报，潘伟潮先生持有公司股份 33.23%，为公司实控人。2023 年 8 月，公司实施了限制性股票激励计划，计划在 2023 年-2024 年会计年度中，分年度对公司的业绩指标进行考核，2023 年净利润达到 3000 万元，2024 年净利润达到 5000 万元为解除限售/归属条件之一。此外，公司 2023 年年度权益分配预案，拟 10 派 1.5 元，积极回馈股东。

图7: 公司股权结构图 (截止 2023 年年报)



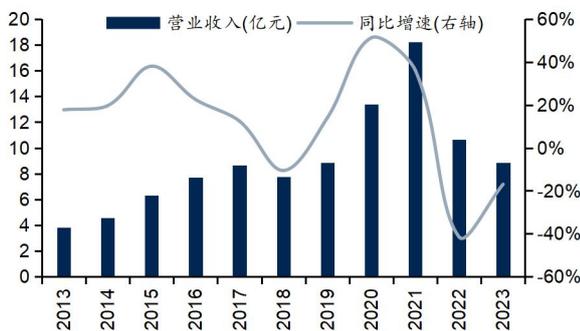
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司经历了两次较大的人事变动, 标志着公司业务的积极转型。2021 年, 公司核心管理层发生较大变动, 王庆宇先生担任公司总经理, 全面负责公司“一体两翼”新战略的洞察、规划和组织实施; 冯勇卫先生将担任公司副总经理、财务总监。2023 年, 冯勇卫先生因个人原因辞去副总经理及财务总监职务, 并聘请黄林香女士接任; 董事、副总经理潘农菲先生因个人原因辞去董事及副总经理职务, 同时一并辞去其担任的董事会专门委员会职务, 但仍在部分子公司担任职务; 聘请潘志刚先生为公司总裁, 任期至公司第四届董事会届满。

### 利润受原材料、汇率等影响较大, 公司积极调整实现扭亏为盈

2013 年至 2021 年, 公司营收稳步增长, 8 年营收 CAGR 为 21.6%。2021 年, 疫情之下, 居民健康意识提升及政府医疗政策利好的多重驱动, 医疗健康 IoT 与数字医疗成为刚需, 公司各条产品线及整体销售收入均实现较快增长, 公司实现营业收入 18.2 亿元, 同比增长 36.2%。2022 年以来, 受到国际地缘局势紧张、通货膨胀等因素的影响, 全球经济下行, 需求放缓, 公司主动进行客户和产品结构优化, 针对低毛利、重资产投入的部分项目策略性优化调整, 智能可穿戴设备板块 2023 年营收同比下滑 86.0%, 2022 年至 2023 年, 公司营收分别同比下滑 41.5% 和 17.0%。季度来看, 公司逐步摆脱了原有业务负担, 重回健康增长趋势, 公司 2023 年营收实现逐季度环比提升。

图8: 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司分季度营收及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司利润受到上游原材料价格以及汇率影响较大, 呈现较为波动的走势。21 年, 疫情经济带来公司营收同比高增, 但受全球芯片及电子元器件等关键物料严重短缺、上游原材料价格大幅上涨、能源短缺及全球物流效率大幅下滑等多重因素影

响，生产成本大幅增加。此外，因公司海外业务整体规模占比较大，人民币升值，导致 21 年利润下滑较多。2022 年，面对复杂的国际局势、疲软的下游需求，公司积极调整战略定位，明确“医疗级远程健康监测设备及服务提供商”作为中长期发展目标，同时充分计提减值，22 年计提资产减值 4768.70 万元。

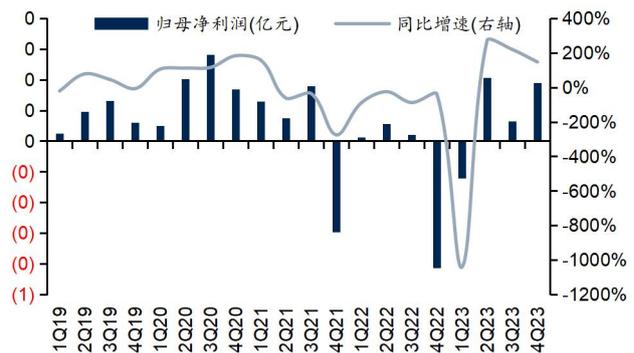
2023 年，公司通过开源、提效、降本等主动措施推动公司实现有质量的增长，半年报公司扭亏，全年实现归母净利润 3436.73 万元，同比增长 206.21%，公司整体经营改善取得阶段性成果。

图10: 公司利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

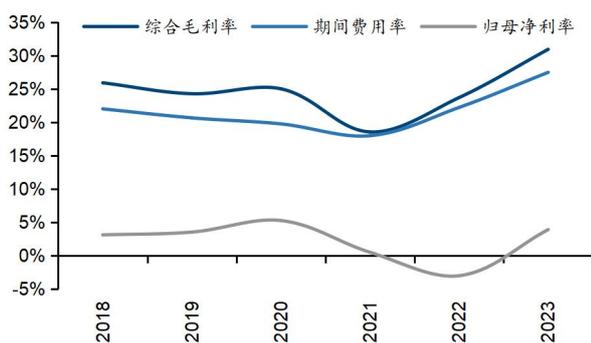
图11: 公司分季度利润及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

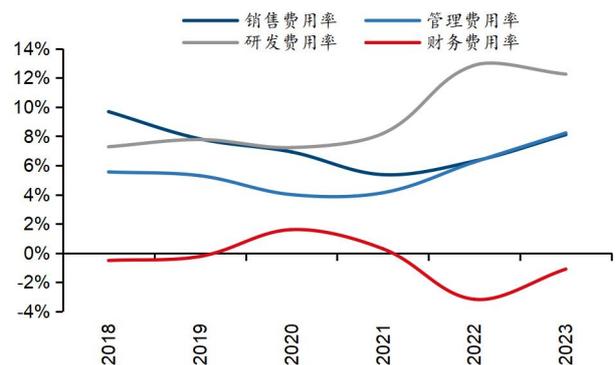
**公司成本控制效果显著，费用率明显下滑。**毛利率方面，随着上游元件价格逐步回落，人民币持续贬值，以及公司主动降本提效，22 年以来公司盈利能力持续改善，2023 年公司实现综合毛利率为 30.94%，较去年同期提升了 7.24pct。公司高度重视研发，研发费用率逐步增长，2018 年至 2023 年，公司研发费用率从 7.28% 提升至 12.25%。

图12: 公司综合毛利率、费用率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

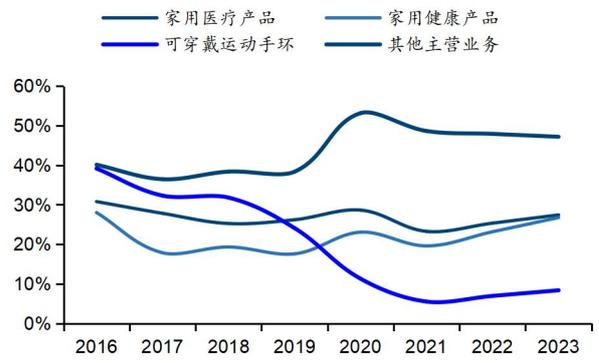
**分产品来看，家用医疗设产品和家用健康产品是公司的主力产品，毛利率也较为稳定。**公司家用医疗产品营收占比不断提升，目前是公司最主要的产品，营收占比从 2016 年的 35.2% 提升至 2023 年 63.5%，毛利率较为稳定，2023 年达到 26.8%。相反，原先占比较高的可穿戴运动手环业务逐步收缩，2023 年营收占比 2.9%，毛利率下滑至 8.4%。

图14: 公司分产品营收



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司分产品毛利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**家用医疗产品：**主要包括体脂秤、电子血压计、血糖仪、助听器等具备医疗资质的产品。近年来随着老龄化加深、慢性疾病的高发，消费者对健康的关注持续提升，医疗级健康管理设备的刚性需求逐步展现。因此假设 2024-2026 年营业收入分别为 7.62、10.42、14.61 亿元。

**家用健康产品：**主要包括电子体重秤、电子厨房秤等。我们预计家用健康产品 2024-2026 年营业收入分别为 2.32、2.45、2.57 亿元。

**可穿戴运动手环：**公司将暂停扩张该块业务，专注拓展远程医疗服务等相关业务，因此我们预计 2024-2026 年，此块业务营业收入维持在 0.26 亿元。

表1: 电连技术业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>家用医疗产品</b>						
收入（亿元）	7.58	6.00	5.61	7.62	10.42	14.61
增速	10.33%	-20.84%	-6.51%	35.80%	36.80%	40.20%
毛利率	23.26%	25.34%	29.18%	31.51%	31.83%	32.15%
<b>家用健康产品</b>						
收入（亿元）	3.46	1.87	2.14	2.32	2.45	2.57
增速	21.40%	-45.95%	14.67%	8.20%	5.50%	5.00%
毛利率	19.59%	23.17%	31.26%	31.26%	31.26%	31.26%
<b>可穿戴运动手环</b>						
收入（亿元）	5.92	1.86	0.26	0.26	0.26	0.26
增速	102.74%	-68.58%	-86.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	5.51%	6.94%	5.58%	6.01%	6.18%	5.92%
<b>其他</b>						
收入（亿元）	1.25	0.92	0.83	0.88	0.90	0.91
增速	71.23%	-26.40%	-9.93%	6.00%	2.00%	2.00%
毛利率	48.64%	47.91%	49.96%	50.46%	49.44%	49.95%
<b>合计</b>						
收入（亿元）	18.21	10.65	8.84	11.08	14.02	18.35
增速	36.20%	-41.52%	-16.97%	25.26%	26.62%	30.87%
毛利率	18.54%	23.70%	30.94%	32.36%	32.38%	32.54%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计未来 3 年营收 11.08、14.02、18.35 亿元, 同比增加 25.26%、26.62%、30.87%, 毛利率 32.36%、32.38%、32.54%。

## 未来 3 年业绩预测

表2: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	884	1108	1402	1835
营业成本	611	749	948	1238
销售费用	8	8	12	15
管理费用	72	91	116	153
研发费用	73	82	103	132
财务费用	108	139	174	229
营业利润	35	51	64	83
利润总额	33	48	61	81
归属于母公司净利润	34	50	64	84
EPS	0.16	0.23	0.30	0.39
ROE	3%	5%	6%	7%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 24-26 年收入分别为 11.08、14.02、18.35 亿元, 归属母公司净利润 0.50、0.64、0.84 亿元, 利润年增速分别为 46.0%、28.1%、31.4%。每股收益 23-25 年分别为 0.23、0.30、0.39 元。

## 盈利预测情景分析

表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,065	884	1,152	1,516	2,060
(+/-%)	-41.5%	-17.0%	30.3%	31.6%	35.9%
净利润(百万元)	-32	34	76	101	138
(+/-%)	-464.1%	206.4%	121.5%	32.5%	36.4%
摊薄 EPS	-0.15	0.16	0.35	0.47	0.63
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1,065	884	1,108	1,402	1,835
(+/-%)	-41.5%	-17.0%	25.3%	26.6%	30.9%
净利润(百万元)	-32	34	50	64	84
(+/-%)	-464.1%	206.4%	46.0%	28.1%	31.4%
摊薄 EPS(元)	-0.15	0.16	0.23	0.30	0.39
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	1,065	884	1,063	1,293	1,628
(+/-%)	-41.5%	-17.0%	20.3%	21.6%	25.9%
净利润(百万元)	-32	34	26	33	41
(+/-%)	-464.1%	206.4%	-24.0%	24.7%	26.5%
摊薄 EPS	-0.15	0.16	0.12	0.15	0.19
总股本(百万股)	215	217	217	217	217

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值方法来估算公司的合理价值区间。

**相对估值：11.57-12.03 元**

公司主要的应收来自于医疗级设备及可穿戴设备，其中包括与 TWS 耳机、助听器、医疗检测设备等。目前，缺少和公司业务高速类似的上市公司，我们选择了具有部分业务重叠的厂商作为可比公司，包括歌尔股份、天健股份、鱼跃医疗。

**歌尔股份：**公司主要从事声学、传感器、光电、3D 封装模组等精密零组件，以及虚拟/增强现实、智能穿戴、TWS、机器人等智能硬件的研发、制造和品牌营销。目前已在多个领域建立了全球领先的综合竞争力。

**天健股份：**公司有注塑、喇叭、SMT 贴片、成品组装、包装等生产车间，每年可完成 TWS 耳机/头戴式耳机/入耳式耳机等声学产品超过 2,000 万部。公司建立了焊接标准、超声标准、点胶标准等成熟的耳机生产工艺和工艺标准。

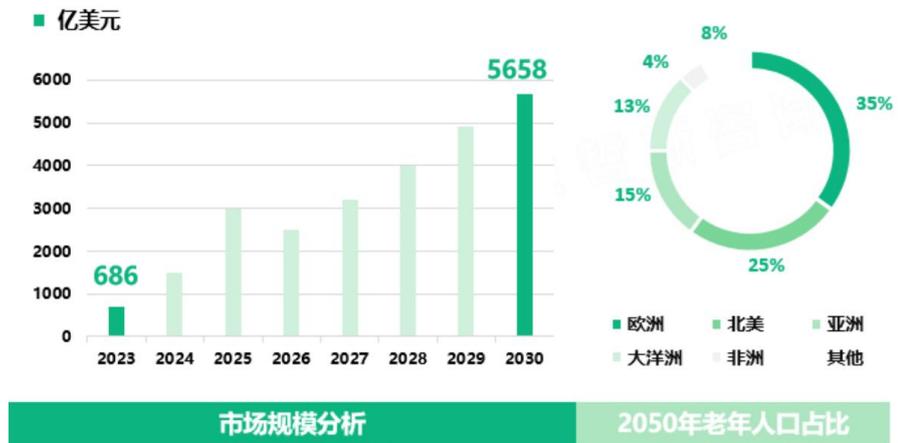
**鱼跃医疗：**公司是一家以提供家用医疗器械、医用临床器械和互联网医疗服务为主要业务的公司，而研发、制造和销售医疗器械产品是公司目前的核心业务，也是目前公司主要业绩来源。公司器械产品主要集中在呼吸供氧、康复护理、手术器械、高值耗材、中医诊疗器械、药用贴膏及高分子卫生辅料等领域。

**相较于以 TWS 耳机等可穿戴设备为主的可比公司，或是专业做医疗器械的公司，乐心医疗既拥有消费电子的设计、制造能力，又拥有医疗资质，更具备成为国内医疗远程服务领导者的潜力。**

以助听器为例，助听器硬件与 TWS 耳机高度类似，但全球助听器市场 90%以上都在全球五大听力集团占据，因为该产品需要线下专业验配，终端购买复杂，产品单价高。乐心医疗推出的 OTC 助听器通过结合 AI 听力技术，在声音增强、反馈抑制及噪声降低等方面拥有核心技术，同时配套 AI 远程辅听管理服务，包括自适应听力测试、自动适配功能及用户听力数据追踪等创新性功能，目前 LINNER NOVA 系列 OTC 助听器国内医疗器械注册证已获广东药监局审批通过。

**此外，相较于可比公司下游的成熟市场，公司产品主要受益人口老龄化趋势带来的远程医疗需求，市场增速高，市场空间大，客户需求刚性。**我国目前已经进入老龄化社会阶段，2022 年国民经济年度报告显示，我国人口自然增长率自 1962 年以来首次出现负值。根据国家统计局数据，2023 年我国 65 岁及以上人口为 2.17 亿人，占全国人口的 15.4%，接近中度老龄化社会，推动银发经济加速，预计到 2035 年，我国银发经济规模将达到 30 万亿元左右，占同期 GDP 比重约为 10%。根据贝哲斯咨询数据，2023 年全球远程医疗市场规模已达到 686 亿美元，预计到 2030 年将达到 5658 亿元，7 年 CAGR 35%，其中中国远程医疗起步较晚，竞争格局分散。

图16: 全球远程医疗市场规模及老年人口占比分析



资料来源: 贝哲斯咨询, 国信证券经济研究所整理

因此, 参考可比公司 24 年平均 PE 22 倍, 对应 22-25 年的平均 PEG 为 0.82, 给予公司一定溢价, PEG 0.86-0.89, 对应 PE 50-52x, 则公司的合理估值区间为 25-26 亿元, 对应 11.57-12.03 元/股, 相比 2024 年 3 月 25 日收盘价有 27%-32% 的空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值比较 (股价为 2024 年 3 月 25 日数据)

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				CAGR (22-25E)	PE (倍)				PEG (2023E)	总市值 (亿元)
			2022A	2023A/E	2024E	2025E		2022A	2023A/E	2024E	2025E		
300562	乐心医疗	9.11	-0.15	0.16	0.23	0.30	58.4%	-60.57	57.50	39.37	30.74	0.67	20
可比公司:													
002241	歌尔股份	16.90	0.52	0.41	0.68	0.98	23.4%	32.50	41.59	24.71	17.30	1.06	577
301383	天键股份	39.45	0.77	1.13	1.56	2.30	44.1%	51.23	34.76	25.35	17.12	0.57	46
002223	鱼跃医疗	33.76	1.61	2.44	2.21	2.58	17.0%	20.97	13.84	15.26	13.09	0.90	338
平均	-	-	0.97	1.33	1.48	1.95	26.4%	34.90	30.07	21.77	15.84	0.82	-

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

## 风险提示

### 经营风险

**公司快速扩张带来的管理风险：**随着公司近年来的快速发展，公司资产规模和业务规模进一步扩大，尽管公司已形成了较为成熟的经营模式，并建立了相对完善的管理制度、研发体系、营销网络体系，但为达成公司“医疗级远程健康监测设备及服务提供商”的战略定位，未来经营规模的快速扩大将对公司的资源整合、技术研发、市场开拓、财务管理、内部控制等方面提出更高的管理要求。若公司在未来发展过程中未能完善组织模式和管理制度，使得公司管理水平无法适应规模迅速扩张的需要，将对公司进一步发展产生不利影响。

**地缘政治导致的上游原材料供应风险：**近年来，全球地缘政治局势紧张，行业长期处于能源短缺、全球物流效率大幅下滑、供应紧缺的态势中，致使全球芯片及电子元器件等关键物料价格大幅上涨，可能导致公司采购成本上升，从而影响公司的盈利能力。

**海外客户拓展的风险：**国外市场是公司重点开拓的经营领域之一，目前公司海外业务主要在北美、欧洲、澳洲、亚太、中东等多个地区展开，业务收入占总营业收入比重比较大。如果进口国贸易政策发生重大不利变化、主要客户由于经济形势恶化而减少需求量、因公司产品价格或品质未能满足客户需求等事件发生，均会导致公司新业务开拓失败甚至固有客户流失，影响公司海外业务的健康稳定发展，是公司在海外市场可能面临的主要风险。此外，目前国际贸易形势中不稳定因素增多，且地缘局势日益复杂，未来可能使世界经济形势更加严峻，均有可能增加公司在国外市场所面临的风险规模。

### 技术风险

**国内智能健康医疗产品市场竞争加剧的风险：**各品牌间的产品同质化越发严重，对产品迭代速度、产品创新及差异化、产品稳定性及准确性提出了更高的要求。若公司未能持续跟踪行业技术的发展趋势并对现有产品进行及时更新迭代，则会对公司的经营发展造成不利影响。此外，在新产品研发的过程中，公司可能面临因研发技术路线出现偏差导致研发失败、研发成本投入过高、研发进程缓慢等风险。

### 财务风险

**汇率波动的风险：**目前公司的出口业务整体规模较大，未来公司仍将积极开拓国外高端市场，加强与行业优质客户合作，海外业务规模将继续保持增长，而外汇汇率的波动将影响公司定价和盈利水平，从而影响到公司产品的价格竞争力，为公司带来一定风险。如果未来我国汇率政策发生重大变化，或者未来人民币的汇率出现大幅波动，将影响公司的汇兑损益，并对净利润产生直接的影响。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	595	666	579	651	741	营业收入	1065	884	1108	1402	1835
应收款项	195	222	279	353	462	营业成本	813	611	749	948	1238
存货净额	111	87	103	132	174	营业税金及附加	10	8	8	12	15
其他流动资产	83	24	28	33	40	销售费用	67	72	91	116	153
<b>流动资产合计</b>	<b>985</b>	<b>999</b>	<b>989</b>	<b>1168</b>	<b>1416</b>	管理费用	66	73	82	103	132
固定资产	256	236	245	240	233	研发费用	137	108	139	174	229
无形资产及其他	79	66	64	61	58	财务费用	(34)	(10)	(13)	(15)	(17)
其他长期资产	222	244	244	244	244	投资收益	(8)	3	2	2	2
长期股权投资	5	11	13	15	17	资产减值及公允价值变动	(46)	4	(2)	(3)	(4)
<b>资产总计</b>	<b>1547</b>	<b>1556</b>	<b>1554</b>	<b>1728</b>	<b>1969</b>	其他	7	5	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	139	128	0	0	0	营业利润	(41)	35	51	64	83
应付款项	259	257	313	398	523	营业外净收支	(3)	(1)	(3)	(3)	(2)
其他流动负债	104	104	127	162	212	<b>利润总额</b>	<b>(45)</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>61</b>	<b>81</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>501</b>	<b>490</b>	<b>440</b>	<b>560</b>	<b>735</b>	所得税费用	(6)	2	2	3	4
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(6)	(3)	(5)	(6)	(8)
其他长期负债	47	43	52	58	61	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(32)</b>	<b>34</b>	<b>50</b>	<b>64</b>	<b>84</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>47</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>58</b>	<b>61</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>548</b>	<b>532</b>	<b>493</b>	<b>618</b>	<b>796</b>	净利润	(38)	31	46	58	77
少数股东权益	(13)	(16)	(21)	(27)	(35)	资产减值准备	53	0	3	4	5
股东权益	1012	1041	1083	1136	1207	折旧摊销	24	24	27	30	33
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1547</b>	<b>1556</b>	<b>1554</b>	<b>1728</b>	<b>1969</b>	公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	(9)	11	(13)	(15)	(17)
每股收益	(0.15)	0.16	0.23	0.30	0.39	营运资本变动	47	(30)	12	19	21
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	其他	9	39	10	11	12
每股净资产	4.71	4.80	4.99	5.24	5.56	<b>经营活动现金流</b>	<b>85</b>	<b>74</b>	<b>85</b>	<b>107</b>	<b>129</b>
ROIC	-2%	2%	3%	5%	7%	资本开支	(21)	(13)	(34)	(23)	(23)
ROE	-3%	3%	5%	6%	7%	其它投资现金流	34	31	(2)	(2)	(2)
毛利率	24%	31%	32%	32%	33%	<b>投资活动现金流</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>(36)</b>	<b>(25)</b>	<b>(25)</b>
EBIT Margin	-3%	1%	3%	4%	4%	权益性融资	3	11	0	0	0
EBITDA Margin	-0%	4%	6%	6%	5%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-42%	-17%	25%	27%	31%	支付股利、利息	(4)	(6)	(8)	(11)	(14)
净利润增长率	-464%	206%	46%	28%	31%	其它融资现金流	107	(17)	(128)	0	0
资产负债率	35%	33%	30%	34%	39%	<b>融资活动现金流</b>	<b>107</b>	<b>(11)</b>	<b>(136)</b>	<b>(11)</b>	<b>(14)</b>
息率	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	<b>现金净变动</b>	<b>216</b>	<b>85</b>	<b>(88)</b>	<b>72</b>	<b>90</b>
P/E	(65.0)	61.7	42.3	33.0	25.1	货币资金的期初余额	329	545	630	542	614
P/B	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	货币资金的期末余额	545	630	542	614	704
EV/EBITDA	(608.9)	71.5	39.7	34.2	29.0	企业自由现金流	26	(7)	42	74	95
						权益自由现金流	133	(24)	(74)	89	111

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032