

九安医疗 (002432)

立足 iHealth 系列，展望 O+O 互联网医疗

买入 (首次)

2024 年 12 月 23 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 赵骁翔

执业证书: S0600524120003

zhaoxx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	26315	3231	2944	3095	3665
同比 (%)	997.80	(87.72)	(8.89)	5.14	18.42
归母净利润 (百万元)	16030	1252	1509	1540	1734
同比 (%)	1,664.19	(92.19)	20.53	2.08	12.59
EPS-最新摊薄 (元/股)	32.67	2.55	3.07	3.14	3.53
P/E (现价&最新摊薄)	1.30	16.69	13.85	13.56	12.05

投资要点

■ **iHealth 品牌在美国站稳脚跟，三联检上市坐实龙头地位。**在 2020 年全球疫情爆发期间，iHealth 迅速推出了新冠抗原检测产品，中标美国政府订单，在赚取充足现金的同时也成为美国家喻户晓的品牌；公司于 2024 年 5 月 8 日获得 FDA 应急使用授权 (EUA) 三联家庭检测 (OTC) 试剂盒，成为第五家获得认证的公司，2024 年 Q3，经 Amazon 爬虫数据不完全统计，iHealth 三联检产品已成为同类竞品的 Best Seller。我们认为 2024 年是正式摆脱新冠扰动的一年，对于九安医疗来说是新的起点，此次三联检产品上市的销售情况再次坐实了公司在美国的龙头地位，未来随着新产品的获批，有望借助 iHealth 品牌及渠道能力再次打出好的成绩。

■ **CGM 市场空间广阔，公司有望借助品牌优势抢占市场份额。**全球 CGM 市场规模持续增长，2015-2020 年的复合年均增长率 (CAGR) 高达 22.34%，2020-2030 年的年复合增长率有望保持 20.3%。公司的 CGMS 目前样机制作已经完成，正在进行预临床阶段，公司将集中精力和资源加速推动这一项目的进度。从全球市场竞争格局来看，仍是雅培和德康主导市场，未来九安医疗有望通过 iHealth 品牌前期累计的品牌及渠道优势，在美国市场乃至全球抢占一定市场份额，成为公司未来产品布局的强力增长点。

■ **互联网医疗 O2O，打造慢病管理新模式。**糖尿病诊疗照护“O+O”新模式是九安医疗的核心战略之一，其综合运用移动互联网、物联网、云、人工智能等新技术手段，将对糖尿病患者的管理和服务从医院延伸至家庭，从线下扩展到线上，形成院内院外一体化，线下线上一体化，软件硬件服务一体化的全病程规范化管理闭环，实现以患者为中心的服务供给。在国际市场上，九安医疗的美国子公司已通过该新模式与约 60 家诊所合作，照护病人数约 1.5 万人。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 15.09/15.40/17.34 亿元，EPS 分别为 3.07/3.14/3.53 元，当前股价对应 P/E 分别为 13.85/13.56/12.05 倍。九安医疗可比公司分别为圣湘生物、万孚生物、鱼跃医疗，九安医疗与可比公司相比估值较低；同时我们用 DCF 模型为对公司进行估值，计算得出公司合理估值应为 344.47 亿元。公司 2024 年三联检获批，iHealth 借助疫情打响美国家用医疗品牌，未来 CGM 产品上市后可打开公司第二成长曲线，成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**产品放量不及预期，汇率波动风险，竞争加剧风险，政策性风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.57
一年最低/最高价	32.56/54.98
市净率(倍)	1.08
流通 A 股市值(百万元)	17,887.83
总市值(百万元)	20,887.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	39.28
资产负债率(%,LF)	18.16
总股本(百万股)	490.65
流通 A 股(百万股)	420.20

相关研究

内容目录

1. 九安医疗：专注健康类电子产品和智能硬件研发生产	4
1.1. 公司简介	4
1.2. 九安发展历史	5
1.3. 核心财务分析	5
1.4. 股权结构	6
2. 传染病检测市场持续扩容，家用医疗市场前景广阔	6
2.1. 传染病检测	6
2.2. CGM 未来潜力大，实现公司核心战略	8
2.3. 深耕家庭医疗健康，iHealth 系列电子产品稳定发展	10
3. 公司亮点	10
3.1. iHealth 品牌通过疫情，品牌力持续提升，在美国站稳脚跟	10
3.2. 抗原单检产品一直稳居 amazon best seller	12
3.3. 三联检刚上市放量明显	13
3.4. CGM 产品情况	13
3.5. 糖尿病慢性管理平台	14
3.6. 公司现金储备充足，投资收益稳定	16
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1. 关键假设	17
4.2. 盈利预测和估值	18
5. 风险提示	20

图表目录

图 1: 九安系列产品.....	4
图 2: 九安医疗发展历程.....	5
图 3: 九安医疗收入.....	6
图 4: 九安医疗利润情况.....	6
图 5: 九安医疗股权结构.....	6
图 6: 全球传染病检测类 POCT 产品市场持续扩容	7
图 7: 全球传染病检测类 POCT 产品市场持续扩容	7
图 8: 三联检竞争格局.....	8
图 9: 亚马逊平台抗原检测产品市占率（销售额，截至 2024 年 11 月 30 日）	8
图 10: 全球糖尿病相关费用支出.....	9
图 11: 中国成人糖尿病患者数量.....	9
图 12: 全球 CGM 市场份额（销售额，截至 2020 年）	9
图 13: CGM 全球市场规模及增速	9
图 14: 2016-2025 全球家庭医疗器械行业市场规模	10
图 15: 2024 年中报九安医疗产品结构（销售收入口径）	11
图 16: iHealth 交易细节.....	12
图 17: 九安单检产品断层销量蝉联临床诊断类别第一.....	12
图 18: 三联检刚上市放量明显.....	13
图 19: CGM 产品介绍.....	14
图 20: “健康中国 2030”规划纲要.....	15
图 21: 九安医疗“三一照护模式”	15
图 22: 全球 20-79 岁糖尿病患者增长趋势.....	16
图 23: 九安医疗收入预测.....	18
图 24: 可比公司估值.....	18
图 25: FCFE 模型关键假设	19
图 26: FCFE 估值明细	19

1. 九安医疗：专注健康类电子产品和智能硬件研发生产

1.1. 公司简介

天津九安医疗电子股份有限公司，成立于 1995 年，九安医疗在国内外市场具有较高的知名度，尤其是在美国市场，公司旗下品牌“iHealth”已经成为家喻户晓的医疗产品品牌。九安医疗在全球范围内提供多样化的健康管理产品和服务，涵盖 IVD 产品、血压、血糖、体温、血氧等多个生理参数的监测设备。近年来，公司积极推进互联网医疗领域的发展，推出了糖尿病诊疗照护“O+O”的新模式，并通过硬件与软件结合的方式，提升慢性病管理的效率。

软硬件紧密结合，打造家用医疗智能化龙头。九安医疗打造的家用健康产品依托强大的物联网技术，实现了设备与智能手机及云平台的无缝连接。用户通过 iHealth APP 能够将血压、血糖、血氧等健康数据上传至云端，医生可以通过远程监控这些数据，从而实现个性化的健康干预。

图1：九安系列产品

产品	名称	图片	特色
血压计	iHealth 智能臂式电子血压计		彩色大屏预警、血压自动对比、3 个月持久续航、全程语音播报、微信远程推送、2000 条测量记忆、图表化趋势分析、双用户模式、室内外温差提示
	九安智能血压计		芯片测量算法、一按即测、语音播报、背光大屏、可充电电池、微信远程推送、图表化数据、120 次数据记忆
	九安电子血压计		高精度测量、LED 高清大屏、舒适袖带、语音播报、一键测量、不规则脉率提示
	九安可穿戴式血压计		一体化便携穿戴、升压测量法、续航 60 天、一件测量、背光大屏、数据云同步、图表化深度解析
体温计	iHealth 红外体温计		快速测温、非接触式测量、红外测温 0.1℃分辨率、双探头测温测距、震动提醒、LED 显示
	iHealth 医用电子体温计		快速测温、测温 0.1℃分辨率、两种模式、蜂鸣提醒、防水探头
血糖仪	iHealth 智能蓝牙血糖仪		智能监测血糖变化
血氧仪	iHealth 智能脉搏血氧仪		智能监测血氧变化
体重秤	iHealth 智能体重秤		智能监测体重变化

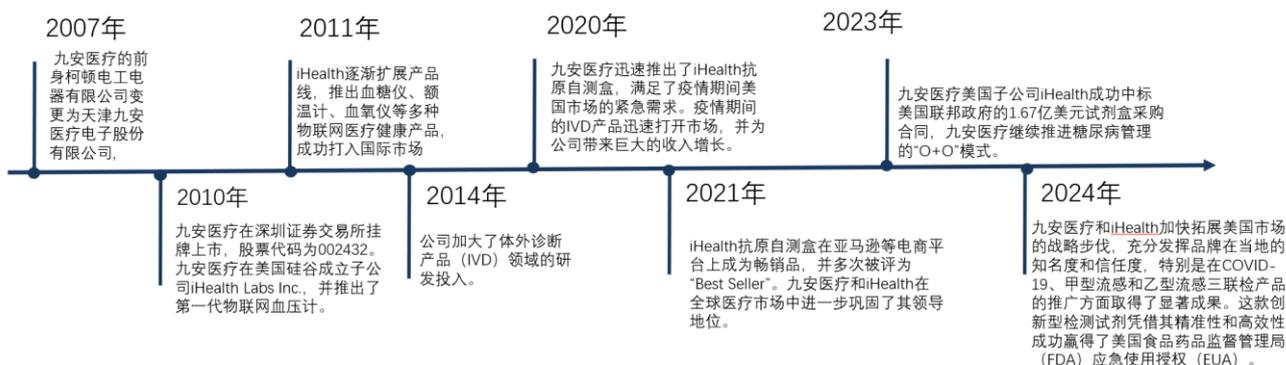
数据来源：九安医疗官网、东吴证券研究所

1.2. 九安发展历史

九安医疗自 2007 年成立以来，凭借在医疗健康设备与体外诊断（IVD）领域的持续创新，迅速发展成为行业的领军企业。公司子品牌 iHealth 诞生于 2010 年，九安医疗在美国硅谷成立了全资子公司 iHealth Labs，推出了全球首款智能手机连接的电子血压计，并通过其创新性、易用性和技术优势迅速打开了美国及全球市场。

iHealth 品牌借助疫情，成功打开美国市场。 iHealth 不断扩展产品线，推出了覆盖多种家用医疗健康设备的产品，包括血糖仪、血氧仪、体温计以及后续推出的 COVID-19 抗原家用自测试剂盒等。特别是在 2020 年全球疫情爆发期间，iHealth 迅速推出了新冠抗原检测产品。九安医疗计划继续推动 iHealth 品牌的全球化扩展，特别是在体外诊断（IVD）和糖尿病管理领域。公司将利用 iHealth 在美国市场的品牌优势，不断推出符合全球市场需求的创新产品，推动 iHealth 成为全球家用医疗健康产品领域的领导者。

图2：九安医疗发展历程

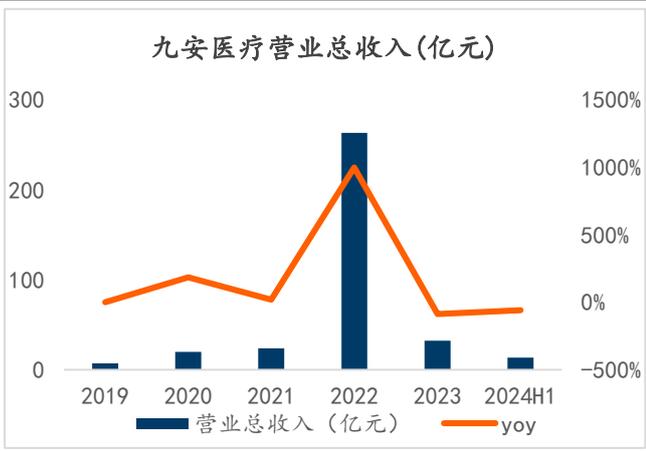


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 核心财务分析

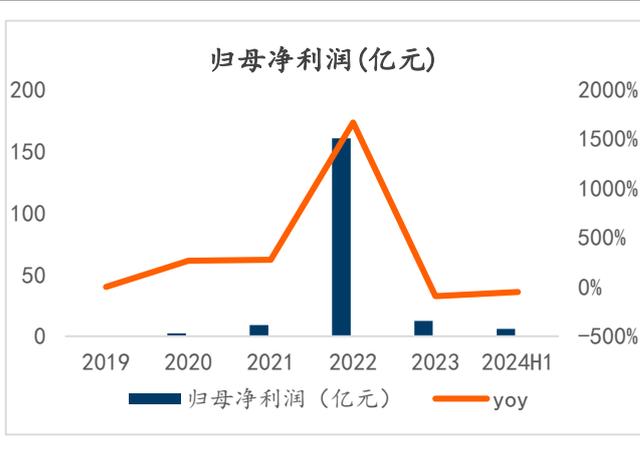
后疫情时代，收入利润趋于平稳。 2022 年，九安医疗的营业收入约 263.3 亿元，同比 2021 年的 23.97 亿元增长了近 998%。主要得益于 iHealth 系列产品在全球市场，尤其是在美国市场的畅销。2024 年上半年，公司的营业收入为 13.51 亿元，比上一年同期有所下降，主要原因是 23 年 H1 有大量美国政府订单交付，导致基数较高。尽管市场环境充满挑战，公司凭借强大的品牌和创新产品线，继续保持 iHealth 品牌在美国的知名度和用户基础，结合公司持续的技术创新，为九安医疗在行业内保持竞争力提供了坚实的支持。

图3：九安医疗收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：九安医疗利润情况

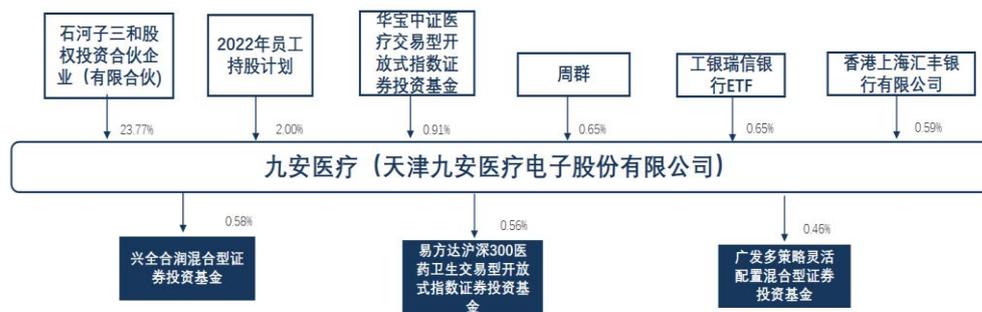


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 股权结构

截至2024年6月30日，九安医疗的总股本为490,307,069股，其中报告期内增加了2,017,447股，主要源于股票期权激励计划的行权。公司普通股股东总数为85,780，公司通过回购专用证券账户回购了29,226,340股，占公司总股本的5.96%。最高成交价为41.28元/股，最低成交价为39.42元/股，支付总金额约为11.79亿元人民币。

图5：九安医疗股权结构



数据来源：九安医疗官网、东吴证券研究所（截至2024年6月30日）

2. 传染病检测市场持续扩容，家用医疗市场前景广阔

2.1. 传染病检测

传染病市场空间前景良好。2021年，全球传染病检测市场规模已超过17亿美元。高发病率以及辅助诊断功能的不断驱动，使得全球传染病市场持续扩大。疫情后常规传染

病业务复苏，公司业绩有望稳健增长。

图6：全球传染病检测类 POCT 产品市场持续扩容



数据来源：奥泰生物招股书，东吴证券研究所

POCT 偏好日益增长，为市场带来了新的动力。 护理点诊断能够快速提供患者健康状况的关键信息，促使多家企业专注于为发展中国家开发此类即时诊断工具。主要市场参与者通过一系列战略举措，如新产品引入、与第三方合作、并购活动等，持续优化产品线，助力全球传染病诊断市场的蓬勃发展。例如，罗氏在 2021 年 12 月成功在获 CE 认证的国家推出 Cobas 5800 传染病检测系统，而 Torus Biosystems 则在同年 5 月宣布获得 2500 万美元融资，以加强其在医疗机构传染病诊断领域的布局。

图7：全球传染病检测类 POCT 产品市场持续扩容

全球传染病诊断市场概况	
市场规模（2024）	USD 452.4亿美元
市场规模（2029）	USD 536.8亿美元
CAGR（2024-2029）	3.48%
增长最快的市场	亚太地区
最大的市场	北美
主要参与者	

数据来源：Mordor Intelligence，东吴证券研究所

后疫情时代，多联检测增强产品竞争力。 全球新冠疫情仍在持续流行，但整体上病毒的传播力和致病性并未出现显著增强，2023 年发热门诊量显著降低。九安医疗凭借在新冠检测领域的成功经验和技術积累，抓住呼吸道疾病检测领域的增长机遇，推出了甲流、乙流和新冠三合一检测产品，以满足市场对多联检、快检产品的需求。2024 年以来，

包括九安医疗在内 7 家 IVD 企业在美国顺利完成性能及临床验证，并成功获得三联抗原检测产品 FDA EUA 授权。

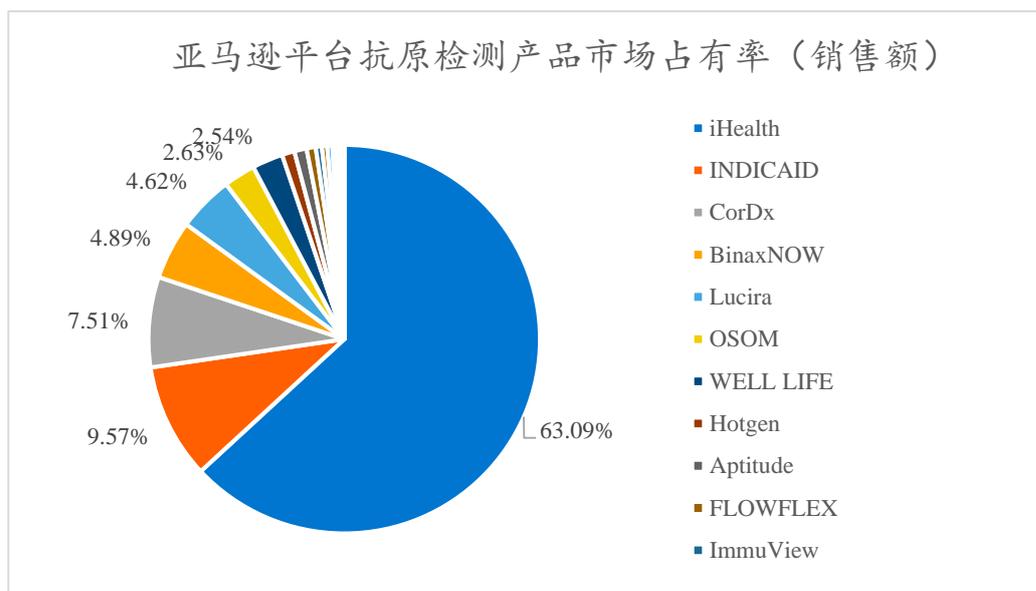
图8：三联检竞争格局

公司名称	地区	FDA认证产品名	产品类型	市场定位
库尔科技	美国加利福尼亚州圣地亚哥	Influenza A/B+COVID-19/RSV Combo Ag Test	抗原快速检测	家用快速检测
万孚	中国广州市	WELLlife COVID-19 / Influenza A&B Home Test	抗原快速检测	家庭与医疗
九安	中国天津市	iHealth COVID-19/Flu A&B Rapid Test	抗原快速检测	家用检测
东方生物	中国天津市	Status COVID-19/Flu A&B Test	抗原快速检测	家庭与医疗
艾康生物技术有限公司	美国加利福尼亚州圣地亚哥	Flowflex Plus COVID-19 and Flu A/B Home Test	抗原快速检测	家庭与医疗
罗氏	瑞士巴塞尔	cobas® Respiratory flex	PCR检测	医疗机构
拜尔火诊断公司	美国盐湖城	BioFire Respiratory Panels	PCR检测	医疗机构
卢希拉健康公司	美国加利福尼亚州伯克利	Lucira COVID-19 & Flu Home Test	抗原快速检测	家用快速检测
华迈医疗(美国)	中国深圳市	Speedy Swab Rapid COVID-19 + Flu A&B Antigen Self-Test	抗原快速检测	家庭与医疗
贝克顿·狄金森公司	美国新泽西州富兰克林湖	BD Veritor™ Plus System	抗原快速检测	家庭与医疗

数据来源：FDA，东吴证券研究所

呼吸道病原体联检产品成为新趋势，线上平台强化渠道优势。赛沛、雅培在内的美国呼吸道检测巨头纷纷推进分子、胶体金联检产品的注册与销售。赛沛甲流/乙流/新冠/RSV 四联检产品在医保报销支持下布局美国医院、线下药店市场。九安医疗在内的中国生产商在亚马逊线上平台抢占先机，成功得以占据亚马逊网站主要市场。

图9：亚马逊平台抗原检测产品市占率（销售额，截至 2024 年 11 月 30 日）



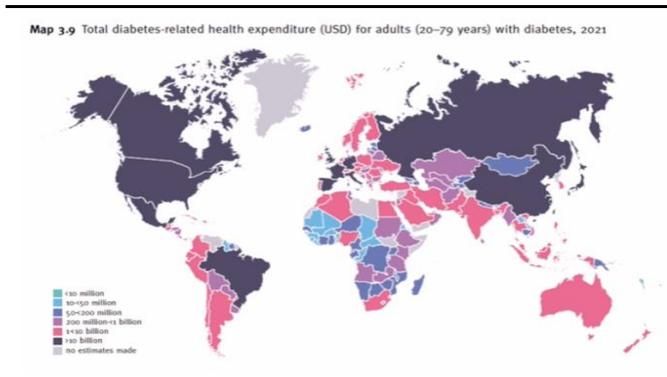
数据来源：数派跨境、东吴证券研究所

2.2. CGM 未来潜力大，实现公司核心战略

老龄化加速，慢性病检测需求增长。根据国际糖尿病联盟（IDF）发布第 10 版《全球糖尿病地图》显示，中国糖尿病相关的健康总支出超过一百亿美元。2024 年 9 月，国家卫生健康委在新闻发布会上提到，随着人口老龄化，我国心脑血管疾病等慢性病发病率总体呈上升趋势，慢性病死亡人数占居民总死亡的比例超过 80%。国家卫生健康委坚

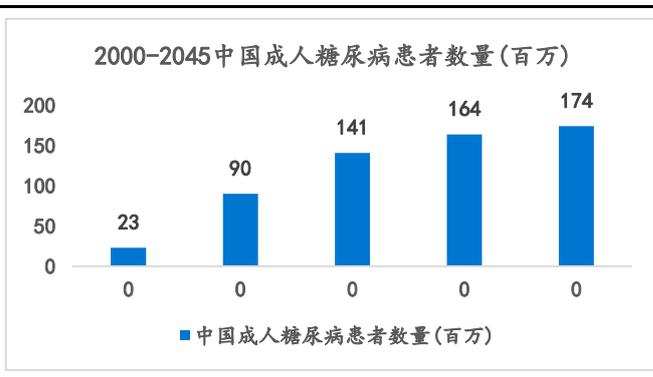
持预防为主，以重大慢性病早期筛查和早期干预为切入点，实施糖尿病等代谢性疾病综合干预。

图10：全球糖尿病相关费用支出



数据来源：IDF，东吴证券研究所

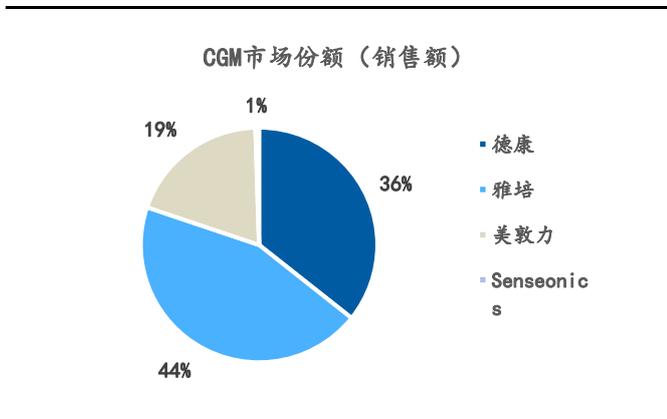
图11：中国成人糖尿病患者数量



数据来源：IDF，东吴证券研究所

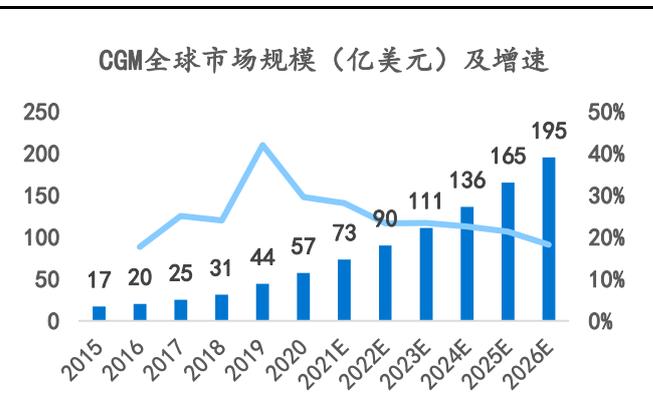
CGM 市场高度集中，发展前景广阔。在全球连续血糖监测（CGM）市场中，美敦力、德康和雅培三大巨头占据主导地位，形成了稳定的“三足鼎立”格局。这些企业依靠强大的技术研发能力和市场资源在全球范围内占据了核心竞争优势。截至 2019 年，全球约有 4.63 亿糖尿病患者，是全球最大的慢病患者群体之一。随着生活方式的亚健康化，我们预计糖尿病患者人数有望进一步增加，到 2045 年可能接近 7 亿人。中国糖尿病患者人数在 2019 年高达 1.16 亿人，远超印度（0.77 亿人）和美国（0.31 亿人），稳居全球第一。糖尿病的高发病率促使越来越多的患者及医疗系统关注精准血糖管理，推动 CGM 设备需求快速增长。2015-2020 年，全球连续血糖监测行业的市场规模和同比增速逐年上升。2015-2020 年的复合年均增长率（CAGR）高达 22.34%，远超大多数年复合增速为个位数水平的医疗器械细分市场。我们预计全球 CGM 市场规模将继续保持稳定上升趋势，到 2026 年将达到 195 亿美元，2021-2026 年的 CAGR 为 17.79%，处于快速成长阶段。

图12：全球 CGM 市场份额（销售额，截至 2020 年）



数据来源：医疗器械创新网，东吴证券研究所

图13：CGM 全球市场规模及增速

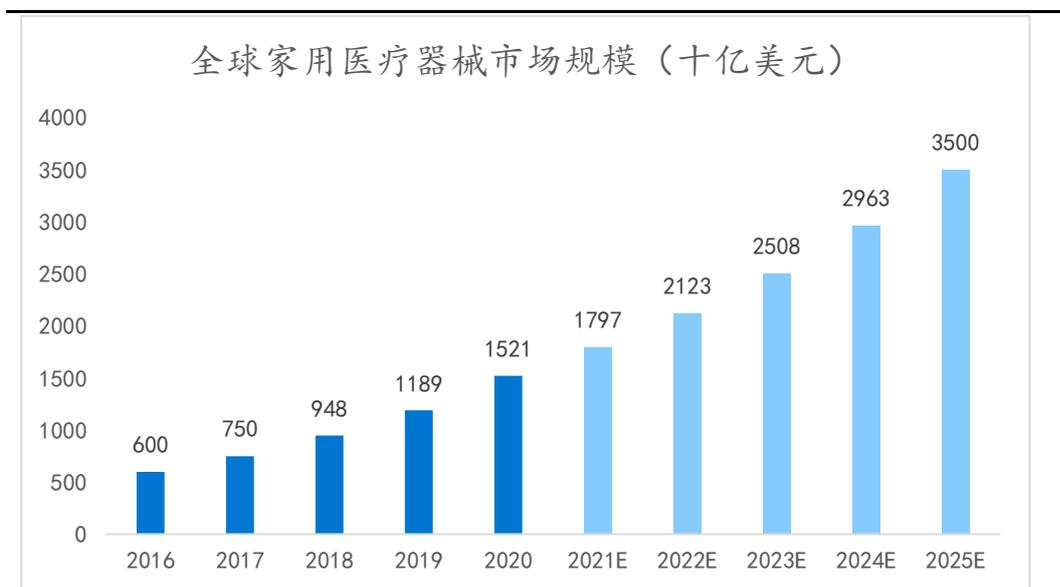


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

2.3. 深耕家庭医疗健康，iHealth 系列电子产品稳定发展

老龄人口不断增长，推动家用医疗设备需求。全球家用医疗设备市场主要受到全球慢性病负担加重和老年人口不断增长的推动。根据国际糖尿病联合会的数据，到 2045 年，全球糖尿病患者人数预计将达到 7 亿。根据世界卫生组织的数据，2019 年约有 2.62 亿人患有哮喘，超过 6500 万人患有慢性阻塞性肺病。癌症病例的增加是推动市场发展的另一个主要因素，因为癌症幸存者需要定期监测，此外，根据联合国的数据，到 2050 年，全球老年人口估计将达到约 20 亿。老年人需求是家用医疗设备的主要驱动因素。在家接受治疗的便利性是推动全球家用医疗设备市场需求的主要因素。

图14：2016-2025 全球家庭医疗器械行业市场规模



数据来源：中国医疗器械白皮书、东吴证券研究所

3. 公司亮点

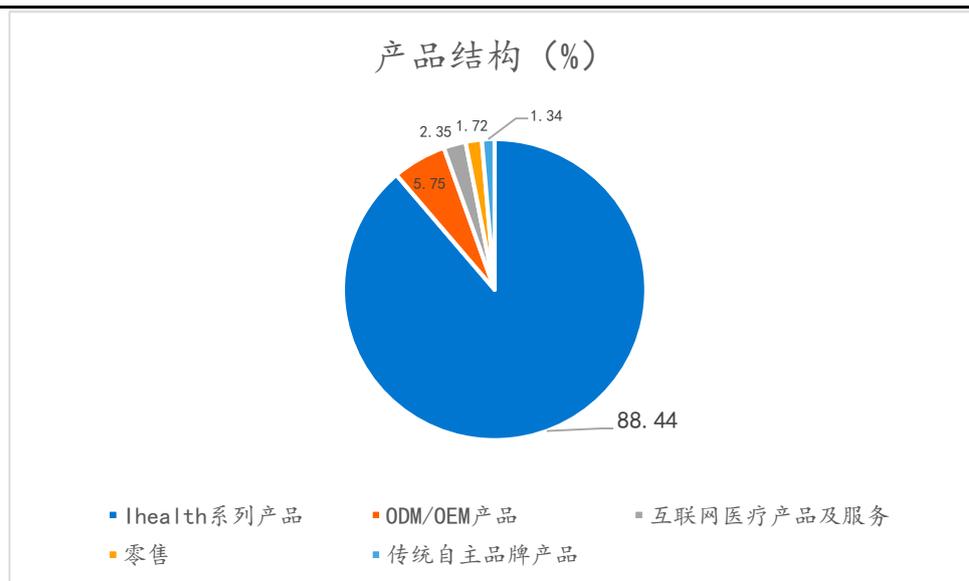
3.1. iHealth 品牌通过疫情，品牌力持续提升，在美国站稳脚跟

不断开拓海外市场，持续积累渠道资源和品牌影响力。九安医疗早期以 ODM/OEM 模式代理加工健康电子产品销往欧美起步，以较低的成本捕捉海外市场动向信息，具有市场先发优势。公司自 2010 年就开始了在美国市场的发展探索，多年来在当地积累了丰富的渠道资源、完善的供应链体系和申请临床注册准入经验。公司自主品牌 iHealth 产品全球成功布局，为未来产品扩充搭建良好平台与基石。

持续研发投入，丰富产品体系。多年来，公司持续保持对 iHealth 项目的研发投入，获得了良好的海外品牌知名度和用户口碑。九安医疗的 iHealth 系列产品近年来在全球市场特别是美国市场上取得了显著的成功。经过近年的良好经营以及产品影响力，

iHealth 品牌的产品已经成功打入包括美国、欧洲、亚洲、大洋洲等多个国家和地区的市场，并且获得了多项国际认证。公司积极拓展海外 B2C 端市场，iHealth 采用“新零售”模式，入驻亚马逊等大型电商平台，美国连锁药店 CVS，沃尔玛以及独立药店等。公司与全球医疗器械进口商及经销商建立了稳固的合作关系，拥有成熟的 B2B 端批发、零售、ODM/OEM 网络等销售渠道，为公司海外市场的长远发展奠定坚实的基础。

图15：2024 年中报九安医疗产品结构（销售入口径）



数据来源：九安医疗中报，东吴证券研究所

长期深耕美国市场，借助新冠打开市场渠道。公司新冠疫情期间出口增长迅猛。疫情期间随着远程医疗的需求增长，公司的额温计、血糖仪、体重秤、血氧仪、血压计等产品在海外的销量快速增长。2021 年 11 月，公司获得新冠抗原家用自测 OTC 试剂盒的美国 FDA EUA 授权，成为第 9 家在美国获得抗原家用自测试剂盒产品 FDA EUA 授权审批的公司，也是国内第一家以中国制造工厂身份拿到该授权的公司。2021 年 12 月至 2022 年 1 月的美国新一次疫情高峰时期，美国本土制造提产速度不及预期，相当长时间内检测试剂呈短缺状态。公司协调各方资源，在短期内实现大幅提升 iHealth 试剂盒产能，通过成熟的生产以及代工体系应对快速检测产品的需求量的快速增长。2022 年 iHealth 系列产品受美国政府采购合同的大量需求，营业收入较去年同期增长 1,296.27%，毛利率达到 80.32%。

图16: iHealth 交易细节

合同签订日期	交易对手方	合同标的	订单金额
2021年12月21日	纽约州卫生部	1350万人份 iHealth 试剂盒	6531万美元
2021年12月21日	马萨诸塞州		1.48亿美元
2022年1月13日	美国 ACC	2.6亿人份 iHealth 试剂盒产品	17.7亿美元
2022年11月22日	DLA 及 HHS	7,200万人份 iHealth 试剂盒	1.9亿美元
2023年9月21日	DOD 以及 HHS		1.67亿美元

数据来源: 九安医疗官网、东吴证券研究所

九安医疗拥有生产、物流和资源整合优势,提升品牌影响力,成功拓展海外市场并满足政府订单需求。公司拥有生产、物流管理与资源整合等优势。随着 iHealth 品牌知名度提升,公司在供应链和产品端影响力显著增强,与行业内企业建立稳固合作关系,有效整合产品和供应链资源。公司在国内拥有占地 18,948.50 平方米、生产区域总面积达 41,000 平方米的先进制造基地,包含符合 GMP 标准的 10 万级净化车间,同时配备超 1000 平方米的检测实验中心,内设多个专业实验室,确保产品质量全面监控与高标准。

3.2. 抗原单检产品一直稳居 amazon best seller

iHealth 品牌在美辨识度高,多次蝉联亚马逊工业品类销量榜首。ihealth 品牌在美国辨识度高,深入消费者心智。进入后疫情时代,iHealth 试剂盒在电商平台上的销量增长依然稳定,多次蝉联美国亚马逊工业与科学品类销售排行榜冠军,亚马逊平台显示其抗原单检产品为工业品类排行第一。截至目前公司共有四款 iHealth 试剂盒产品跻身美国亚马逊工业与科学品类销售排行榜前三十。

图17: 九安单检产品断层销量蝉联临床诊断类别第一



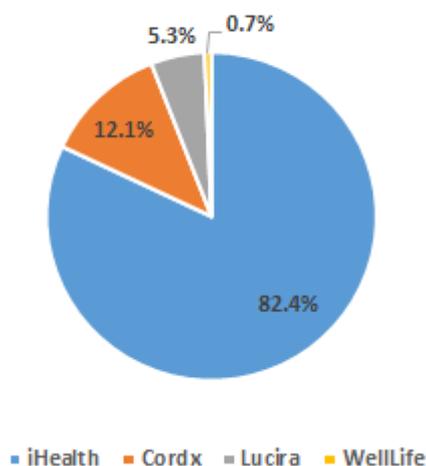
数据来源: 亚马逊官网, 东吴证券研究所

3.3. 三联检刚上市放量明显

三联检产品填补市场空白，线上线下渠道发力，抓住流感季多病源检测需求提升市场份额。公司将在秋冬季流感季线上线下渠道联合发力，提升市场份额。随着新冠疫情的持续及流感季节性爆发，每年流感病例有2000万到4000万，高峰期发病率能到6.9%，市场对多重呼吸道疾病检测产品需求上升，公司推出的新冠、甲型流感、乙型流感联合检测产品（即三联检）填补了市场空白。三联检产品因其便捷、快速、准确的特点，满足了市场对多病源检测的需求，并在疫情常态化中获得稳定的市场增长。

图18：三联检刚上市放量明显

三联检市占率（销售额）



数据来源：亚马逊爬虫数据（日期截止至2024年11月30日），东吴证券研究所

公司获FDA三联检家庭检测EUA认证，iHealth品牌在美市场优势显著。公司于2024年5月8日获得FDA应急使用授权（EUA）三联家庭检测（OTC）试剂盒，成为第五家获得认证的公司，因其检测的高精度和高性价比，销量已跻身销量榜前列。公司在美国市场已经建立了强大的品牌渠道，尤其是在疫情期间通过iHealth品牌的家用新冠抗原检测试剂盒，迅速积累了市场经验和资源。iHealth品牌在美国呼吸道检测市场的优势在于新冠抗原试剂盒在美国形成了用户认知，其推出的呼吸三连检产品在亚马逊销售较好，且品牌知名度及市场推广相结合，形成了良好口碑，产品复购率高。

3.4. CGM 产品情况

CGMS是公司核心业务，具备揭示隐匿性高低血糖的能力，代表血糖监测新趋势。持续血糖监测仪（CGMS）为公司核心战略相关业务，能够提供连续的血糖水平变化数据，对于揭示隐匿性高血糖和低血糖事件具有重要意义。

公司血糖仪拥有多项竞争优势。iHealth Gluco+无线智能血糖仪通过蓝牙连接，直接将血糖数据同步到配套的iGluco应用程序中，使得用户可以方便地存储、跟踪并

分享血糖记录，提供比传统血糖仪更便捷的管理方式。此外，iHealth 血糖仪的精确性已获得 FDA 和 CE 认证，测量简单快速。相比其他品牌，iHealth 的血糖仪采用内置可充电电池和小巧的设计，便于随身携带，减少了对电池的依赖，降低长期使用成本。此外，iHealth 测试条使用微量采血技术，用户只需少量血液即可在 5 秒内获得结果，用户体验更加舒适。

图19: CGM 产品介绍

	传统血液检测	连续血液检测
机制和性能	<ol style="list-style-type: none"> 1. 一次性试纸检测 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 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 使用葡萄糖传感器连续监测 2. 记录仪或显示器可获得检测结果，通过分析软件获得检测图谱和数据
数据特点	<ol style="list-style-type: none"> 1. 如“快照”般即时反映某点血糖 2. 糖尿病管理方案制定基于分数数据，数据部分反映患者血糖随饮食、药物、运动等事件的变化 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 如“录像”般反映血糖变化情况 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	<ol style="list-style-type: none"> 1. 测定毛细血管血中葡萄糖水平 2. 用采血针和试纸取血，一般采用手指血 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 测定皮下组织液葡萄糖水平 2. 葡萄糖传感器埋植于腹部皮下，或手臂等部位

数据来源：九安医疗官网、东吴证券研究所

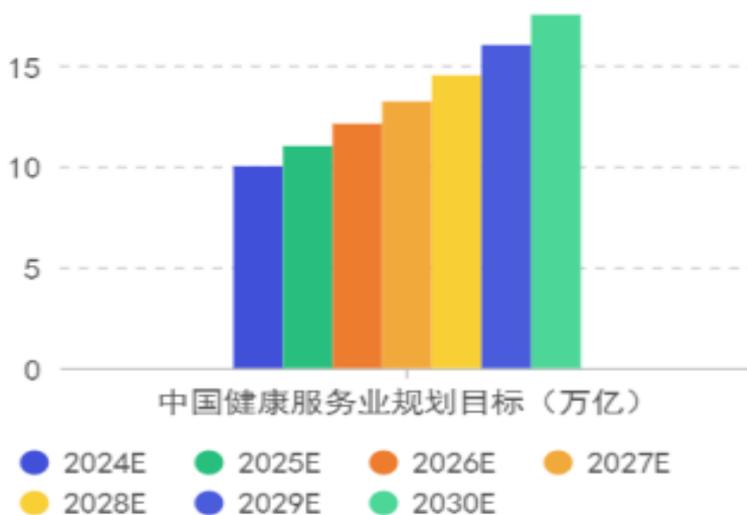
公司血糖监测技术领先，产品国际竞争力强，蓝牙血糖仪涨幅显著。公司血糖监测技术平台处于国际领先水平。公司的电极设计和配方药液技术与雅培、罗氏、强生等国际知名企业在国际市场同台竞争。此外，公司还拥有按照三甲医院标准配置的生化检测设备实验室，并与多家医院建立了临床合作经验。在智能硬件、APP 和云端开发方面，公司研发了全球第一台能与智能手机连接的蓝牙血糖仪，单台售价为 39.99 美元（10 套试纸），2023 年年末至 2024 年中涨幅高达 304.5%。

3.5. 糖尿病慢性管理平台

“0+0”模式实现糖尿病全病程管理闭环，市场前景广阔。糖尿病诊疗照护“0+0”（Offline+Online）新模式综合运用移动互联网、物联网、云、人工智能等新技术手段，将对糖尿病患者的管理和服务从医院延伸至家庭，从线下扩展到线上，形成院内院外一体化，线上线上一体化，软件硬件服务一体化的全病程规范化管理闭环，实现以患者为

中心的服务供给。根据国家卫健委于 2017 年颁布的《“健康中国 2030”规划纲要》中提到 2030 年中国健康服务业达到 16 万亿元的规划目标，我们认为未来慢病健康管理市场大有可为。

图20：“健康中国 2030”规划纲要



数据来源：九安医疗官网、东吴证券研究所

“0+0”模式提升糖管控效果，降低不良率，规范全病程管理。糖尿病诊疗照护“0+0”新模式是九安医疗的核心战略，通过这种模式管理糖尿病，可以将糖化血红蛋白达标率平均值从基线的 30%左右提升到 60%左右，不良率降到 5%以下，规范管理率达到 70%。持续通过对糖尿病病人实时跟踪管理和生活干预，解决患者在日常生活中面临没人管、不会管、忘了管的问题，并减少了患者无效就诊的次数，提高了医生的诊疗效率。逐步形成对患者监测、饮食、运动、药物、心理的全病程闭环管理，帮助患者行为的改变。

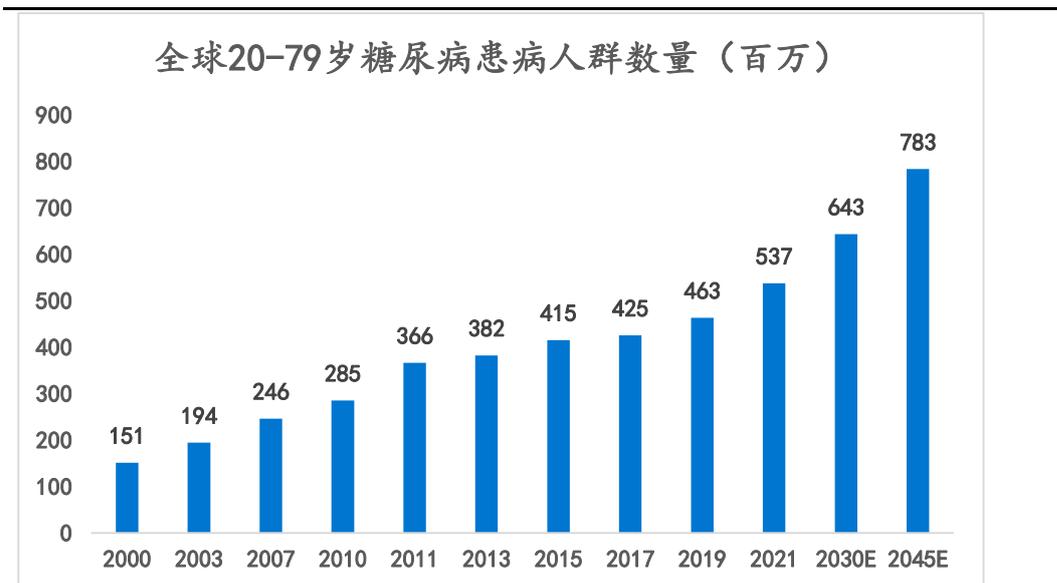
图21：九安医疗“三一照护模式”



数据来源：九安医疗官网、东吴证券研究所

“0+0”模式覆盖逐步拓展，国际合作照护病人近19万。国内市场，九安医疗的糖尿病诊疗照护“0+0”新模式已经在全国约50个城市、310余家医院落地（数据截至2024年4月）。国内照护的病人规模超18万人。糖尿病照护业务相关收入约1,481万元，其中在国内的营业收入约973万元，在国外的营业收入约508万元，照护的病人规模超18万人；在国际市场，九安医疗美国子公司已通过该新模式与约60家诊所合作，照护病人数约1.5万人。在美国，医保已经明确了“互联网+医疗”服务的付费方式，公司的美国子公司已通过“0+0”新模式，在慢病管理领域与约50家诊所进行合作，在医生和患者中形成良好的口碑，带动了更多的医生加入，照护病人数约1万人。

图22：全球20-79岁糖尿病患者增长趋势



数据来源：九安医疗官网、东吴证券研究所

CGMS 预临床阶段，定价普及，将助力糖尿病“0+0”诊疗模式。公司的持续血糖监测仪（CGMS）目前样机制作已经完成，正在进行预临床阶段，国内预计25年底拿证，海外略晚。公司计划将产品价格设置在普及度较高区间以覆盖更多用户。通过血糖图谱的分析，CGMS可以帮助用户了解生活习惯（如饮食、运动等）对血糖水平的影响，并评估治疗方案的有效性，包括饮食控制、运动干预以及药物治疗等。该产品未来将被整合应用于糖尿病诊疗照护“0+0”新模式中，可加速推动公司核心战略的实施和发展。

3.6. 公司现金储备充足，投资收益稳定

现金储备充足，风险抵御能力较强。公司秉承稳健经营的理念，致力于资产的保值增值，确保公司能够持续健康地发展。为此，公司特别组建了一支专业的资产管理团队，并聘请了在资产管理领域拥有丰富从业经验的专业人员。公司全资子公司九安香港有限公司作为专门投资子公司，以自有资金从事资产管理业务。此外，公司已经扩大了投资类业务的经营范围，包括以自有资金进行投资活动和投资管理。在追求稳健收益的同时，

逐步拓宽了资产配置类别，进行多元化投资，以分散风险并寻求中长期的良好收益。公司致力于寻找全球最优秀的资产管理机构，以实现资产的最优配置。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 关键假设

(1) 抗原检测类业务：公司目前抗原检测类业务主要包括新冠抗原检测和三联检（甲流+乙流+新冠），由于23-24年抗原检测类业务仍有政府订单等影响因素，未来三联检对于抗原单检是替代逻辑，同时毛利率相比单检更高，三联检24年刚上市属于刚起步阶段，因此24年相比23年此板块业务有所减少，但25年-26年公司收入有望稳步提升。因此我们预计2024-2026年公司抗原检测类产品营业收入分别同比增长-11%、3%、17%，即2024-2026年实现营收25.96亿元、26.61亿元、31.19亿元。

(2) 互联网医疗：公司互联网医疗业务主要包含了糖尿病诊疗照护“0+0”新模式，也是九安医疗未来的核心战略，但由于公司的互联网医疗模式较新，收入基数较低；随着糖尿病方面的新品不断上市及人们对于健康的重视程度不断提升，未来此板块业务有望保持高速增长。因此我们假设2024-2026年该类产品营业收入分别同比增长50%、50%、50%，即2024-2026年实现营收0.56亿元、0.84亿元、1.26亿元。

(3) 其他类业务：其他类业务主要包括传统的医疗电子类业务，包括体温计、体重秤等产品。此类业务随着iHealth品牌在国际及国内的知名度不断提升，未来有望保持平稳增长；同时由于24年Q3美国新冠疫情再次来袭，此类产品销量同比增长明显，但25-26年应回归正常增速，因此我们认为2024-2026年该类产品营业收入分别同比增长103%、20%、20%，预计2024-2026年相关业务营业收入分别为2.92亿元、3.51亿元、4.21亿元。

图23：九安医疗收入预测

各类业务销售收入（百万元）	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
抗原检测类业务	1,859.9	25,968.6	2,912.3	2,595.6	2,660.5	3,118.7
收入增速	-	1296.3%	-88.8%	-11%	3%	17%
毛利	1,351.2	20,858.0	1,962.9	1,894.8	1,995.4	2,401.4
毛利率	72.7%	80.3%	67.4%	73.0%	75.0%	77.0%
收入占比 (%)	77.6%	98.7%	90.1%	88.2%	86.0%	85.1%
互联网医疗	-	-	37.2	55.8	83.7	125.6
收入增速	-	-	-	50%	50%	50%
毛利	-	-	13.0	19.5	29.3	44.0
毛利率	-	-	34.9%	35.0%	35.0%	35.0%
收入占比 (%)	-	-	-	1.9%	2.7%	3.4%
其他业务	537.2	346.8	144.0	292.4	350.9	421.1
收入增速	-	-35.5%	-58.5%	103%	20%	20%
毛利	170.4	90.2	78.7	140.4	168.5	202.2
毛利率	31.7%	26.0%	54.6%	48.0%	48.0%	48.0%
收入占比 (%)	22.4%	1.3%	4.5%	9.9%	11.3%	11.5%
总收入	2397.1	26315.4	3231.1	2943.8	3095.1	3665.3
收入增速	-	997.8%	-87.7%	-8.9%	5.1%	18.4%
毛利	1521.5	20948.2	2054.6	2055.0	2193.4	2647.7
毛利率	63.5%	79.6%	63.6%	69.8%	70.9%	72.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测和估值

1) **相对估值法**：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 15.09/15.40/17.34 亿元，EPS 分别为 3.07/3.14/3.53 元，当前股价对应 P/E 分别为 13.85/13.56/12.05 倍。九安医疗属于流感检测及家用医疗行业领域公司，因此我们选取可比公司分别为圣湘生物、万孚生物、鱼跃医疗，九安医疗与可比公司相比估值较低。

图24：可比公司估值

证券代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
688289.SH	圣湘生物	120.47	0.62	0.55	0.79	1.06	31.63	40.61	28.4	21.27
300482.SZ	万孚生物	122.52	1.10	1.34	1.69	2.1	27.5	17.75	14.1	11.37
002223.SZ	鱼跃医疗	350.87	2.39	2.03	2.33	2.71	14.47	17.94	15.64	13.43
	可比公司平均		1.37	1.31	1.60	1.96	24.53	25.43	19.38	15.36
002432.SZ	九安医疗	208.04	2.56	3.07	3.14	3.53	16.74	13.85	13.56	12.05

数据来源：Wind、东吴证券研究所 九安医疗数据来自于东吴证券研究所，圣湘生物、万孚生物、鱼跃医疗数据来自于wind一致预期，对应 2024 年 12 月 20 日股价及市值

2) **绝对估值法**：因公司利润很大一部分来自于投资收益，采用 FCFF 模型进行估值。参考近 6 个月十年期国债收益率平均值给予 2.09% 无风险利率，并将公司预测期分为三个阶段。第一阶段按盈利预测；2027-2029 为第二阶段，公司血糖检测业务整体发展和公司竞争位置，预计此阶段复合增长率为 10%；2029 年后为第三阶段，行业及公司进入稳定期，业务相对成熟，预计永续增长率为 2.5%。FCFF 估值测算得到公司市值为 344.47 亿元，对应每股价值 70.28 元。

图25：FCFF 模型关键假设

估值假设	数值
第一阶段年数	3
第二阶段年数	3
第二阶段增长率	10.0%
永续增长率g	2.5%
贝塔值 (β)	3
无风险利率 R_f (%)	2.1%
市场的预期收益率 R_m (%)	5.0%
有效税率T (%)	15.0%
K_e	10.82%
K_d	4.95%
WACC	5.85%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：FCFF 估值明细

FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
FCFF预测期现值 (百万元)	1846.39	11.2%
FCFF过渡期现值 (百万元)	2856.58	17.3%
FCFF永续价值现值 (百万元)	11833.16	71.6%
企业价值	16536.13	
加：非核心资产价值 (百万元)	21412.57	62.2%
减：付息债务 (百万元)	2827.63	8.2%
减：少数股东权益 (百万元)	674.43	2.0%
股权价值 (百万元)	34446.65	
总股本 (百万)	490.15	
每股价值 (元)	70.28	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司 2024 年三联检获批，iHealth 借助疫情打响美国家用医疗品牌，未来成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

公司产品放量不及预期：公司所在行业竞争家数不断增多，其产品放量受多因素制约，如产品力、广告投入及国际政策影响，产品放量不及预期，可能影响公司报表端收入。

汇率波动风险：公司超过 90% 以上的收入来源于境外销售，境外产品销售结算货币主要以美元、欧元进行结算，如人民币对美元、欧元等主要货币的汇率出现较大的波动，产生的汇兑损益将影响公司的经营业绩。

竞争加剧风险：如有多个同种产品已上市，或即将有多个产品陆续上市，市场竞争激烈。

政策性风险：国际环境政策不稳定，对于产品出海的政策具有不确定性。

九安医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11,988	11,023	12,455	14,108	营业总收入	3,231	2,944	3,095	3,665
货币资金及交易性金融资产	11,273	7,553	8,978	10,586	营业成本(含金融类)	1,177	889	902	1,018
经营性应收款项	134	101	106	124	税金及附加	45	41	43	51
存货	283	198	200	226	销售费用	441	442	464	550
合同资产	0	0	0	0	管理费用	445	383	402	476
其他流动资产	298	3,172	3,172	3,172	研发费用	278	236	248	293
非流动资产	10,632	13,256	13,297	13,333	财务费用	(200)	9	9	9
长期股权投资	6	6	6	6	加:其他收益	6	6	6	7
固定资产及使用权资产	377	417	453	485	投资净收益	561	962	919	916
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	309	0	0	0
无形资产	77	82	87	92	减值损失	(307)	(45)	(45)	(45)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	1,613	1,868	1,907	2,147
其他非流动资产	10,167	12,746	12,746	12,746	营业外净收支	(33)	0	0	0
资产总计	22,619	24,279	25,752	27,441	利润总额	1,580	1,868	1,907	2,147
流动负债	1,517	1,740	1,748	1,787	减:所得税	231	280	286	322
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,264	1,496	1,496	1,496	净利润	1,349	1,588	1,621	1,825
经营性应付款项	104	74	75	85	减:少数股东损益	98	79	81	91
合同负债	44	59	62	73	归属母公司净利润	1,252	1,509	1,540	1,734
其他流动负债	104	111	115	133	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.55	3.07	3.14	3.53
非流动负债	1,277	1,367	1,367	1,367	EBIT	756	1,877	1,916	2,156
长期借款	295	295	295	295	EBITDA	863	1,949	1,992	2,237
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	63.59	69.81	70.87	72.24
租赁负债	19	19	19	19	归母净利率(%)	38.74	51.25	49.75	47.30
其他非流动负债	964	1,054	1,054	1,054	收入增长率(%)	(87.72)	(8.89)	5.14	18.42
负债合计	2,795	3,107	3,115	3,154	归母净利润增长率(%)	(92.19)	20.53	2.08	12.59
归属母公司股东权益	19,229	20,498	21,882	23,440					
少数股东权益	595	674	755	847					
所有者权益合计	19,824	21,172	22,637	24,287					
负债和股东权益	22,619	24,279	25,752	27,441					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,770	1,030	833	1,039	每股净资产(元)	39.38	41.78	44.60	47.77
投资活动现金流	(4,186)	(5,330)	157	154	最新发行在外股份(百万股)	491	491	491	491
筹资活动现金流	(923)	11	(165)	(185)	ROIC(%)	3.09	7.19	6.87	7.25
现金净增加额	(3,269)	(4,320)	825	1,008	ROE-摊薄(%)	6.51	7.36	7.04	7.40
折旧和摊销	108	71	76	81	资产负债率(%)	12.36	12.80	12.10	11.49
资本开支	(212)	(153)	(162)	(162)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.69	13.85	13.56	12.05
营运资本变动	743	195	0	(5)	P/B(现价)	1.08	1.02	0.95	0.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>