



24年业绩略有承压，海外增速稳健

投资要点

- **事件:** 公司发布2024年报及25年一季报。24年实现营收18.3亿元 (-5.4%)，实现归母净利润1.6亿元 (-26.8%)；2025Q1单季度实现收入4.2亿元 (-5.3%)，归母净利润0.65亿元 (+69%)。24年业绩略有承压，25年看重点产品放量节奏。
- **24年业绩略有承压，海外占比提升至60%。** 分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4单季度收入分别为4.4/4.8/4.6/4.5亿元 (-30.7%/+6.3%/+6.1%/+9.1%)，单季度归母净利润分别为0.39/0.87/0.47/-0.1亿元 (-72.6%/+29.8%/+57.4%/+36.9%)。毛利率57.9% (+0.5pp)，略有提升。从费用率方面来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为24.8%/6.6%/18.5%/-0.9%。整体来看，全年收入端业绩符合预期。分地区看，国内实现收入7.4亿元 (-24.8%)，海外收入11亿元 (+14.5%)，海外占比大幅提升至60%。
- **体外诊断看关税下国产替代节奏及湿式血气放量，监护线海外库存回到正常水平。** 分业务来看，2024年病人监护线收入5.3亿元 (-15.6%)，体外诊断线3.7亿元 (+5.1%)，妇幼保健线3亿元 (-5%)，心电图机2.8亿元 (-3.3%)，B超整机2.8亿元 (+2.4%)。1) 其中体外诊断业务线增速较快，体外诊断看关税下国产替代节奏及湿式血气放量。i500作为一款基于微电极法的湿式血气，可检测血气、电解质、代谢物等参数，后期支持血氧模块拓展。与干式的i15、i20、各类采血管器、POCT管理软件等一同为客户提供POCT血气分析全面解决方案，协助临床医生更全面地对失血、缺氧、中毒等患者进行诊断；2) 病人监护是理邦第一大产品线，监护线海外库存回到正常水平。预计后续海外增速会有所提高。
- **智慧医疗拓展，服务升级加速。** 子公司智慧健康先后通过近40项软件著作权，全线产品符合国产信创要求，获得50余项国产化兼容证书，全面实现各系统新技术路线适配国产操作系统及数据库，为智慧医院和区域医联体建设提供了有力支持。业务覆盖方面，子公司智慧健康的业务已落地全国31个省级行政区，服务超15,000家医疗机构，累计完成心电远程诊断3,300万人次、妇幼健康管理200万人次，成功实现软硬件一体化整体解决方案赋能医疗全场景的发展目标。在共享层，为积极响应医联体医共体建设，公司以“理邦云+AI”为载体，以互联网及云技术为媒介，提供网络平台及诊断服务，以远程心电、远程胎监等业务模式，辅助医疗机构进行智能诊断，有效提升各级医疗单位的诊疗水平，云平台+诊断资源+售后运维的一站式云服务打破地域限制，让患者在最短的时间内得到准确的医疗建议。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2025-2027年归母净利润为2、2.4、2.7亿元。考虑到公司未来几年的稳健增长，建议积极关注。
- **风险提示:** 汇率波动风险；新产品研发、注册及认证风险；海外业务拓展不及预期风险；市场竞争导致产品价格大幅下降的风险。

指标年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1834.38	2043.17	2261.30	2508.29
增长率	-5.35%	11.38%	10.68%	10.92%
归属母公司净利润(百万元)	162.11	203.97	238.44	268.48
增长率	-26.75%	25.82%	16.90%	12.60%
每股收益EPS(元)	0.28	0.35	0.41	0.46
净资产收益率ROE	8.11%	9.41%	10.07%	10.37%
PE	40	32	27	24
PB	3.26	3.00	2.75	2.52

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 杜向阳
执业证号: S1250520030002
电话: 021-68416017
邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 陈辰
执业证号: S1250524120002
电话: 021-68416017
邮箱: chch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.80
流通A股(亿股)	3.38
52周内股价区间(元)	7.86-14.06
总市值(亿元)	65.44
总资产(亿元)	23.78
每股净资产(元)	3.58

相关研究

1. 理邦仪器 (300206): 业绩符合预期，开启“创新+平台化+国际化”战略 (2024-05-08)

盈利预测

根据公司各项业务板块的分析，我们对 2025-2027 年公司主营业务的预测如下：

- 1) 心电图机：国内外业务持续拓展，国内 Allink 智慧联诊疗项目装机量持续攀升。因此我们预计 25-27 年销量增速分别为 5%、5%、5%，预计毛利率较为稳定。
- 2) 妇幼保健：公司全球技术领先的产科胎监产品持续市场拓展，获得海内外高端公立用户认可，加之盆底康复系列整体解决方案的持续完善。预计 25-27 年销量增速分别为 5%、8%、8%。预计毛利率较为稳定。
- 3) 体外诊断：公司血气为国内血气第一品牌。关税或带来血气产品的国产替代放量机会，另外新品 i500 湿式血气 24/6 月国内上市，预计理邦全院血气整体解决方案的推出会形成战略协同，助力进一步放量。因此预计 25-27 年销量增速分别为 20%、20%、20%。毛利率预计较为稳定（暂未考虑集采）。
- 4) 超声诊断：23 年黑白超业务有所减少，以及 23 年业务线受医疗反腐影响较大。后续随着多个超声新品上市，全球市场渠道进一步开拓，以及理邦品牌影响力的持续提升，预计 25-27 年销量增速分别为 8%、8%、8%。毛利率预计较为稳定。
- 5) 病人监护：海外去库存尾声，整体库存水平恢复正常。预计 25 年海外监护线增速会有提升。因此预计 25-27 年销量增速分别为 15%、10%、10%。毛利率预计较为稳定。

表 1：公司业务分拆收入预测

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
心电图机	营业收入	284	298	313	329
	YOY	-3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	64.9%	65.0%	65.0%	65.0%
妇幼保健产品及系统	营业收入	300	315	340	367
	YOY	-5.0%	5.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	66.8%	66.8%	66.8%	66.8%
体外诊断	营业收入	374	449	538	646
	YOY	5.1%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	60.2%	60.0%	60.0%	60.0%
超声诊断	营业收入	275	297	321	347
	YOY	2.4%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	53.1%	53.0%	53.0%	53.0%
病人监护	营业收入	527	606	667	734
	YOY	-15.6%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	54.3%	54.3%	54.3%	54.3%
其他业务	营业收入	74	78	82	85
	YOY	-7.5%	5.4%	5.1%	3.7%
合计	营业总收入	1,834	2,043	2,261	2,508
	YOY	-5.3%	11.4%	10.7%	10.9%
	毛利率	57.9%	58.3%	58.3%	58.3%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1834.38	2043.17	2261.30	2508.29	净利润	162.84	204.97	239.44	269.48
营业成本	771.93	852.43	943.15	1045.76	折旧与摊销	49.01	56.36	59.79	62.63
营业税金及附加	20.43	20.43	22.61	25.08	财务费用	-15.70	-5.00	-5.00	-4.00
销售费用	454.01	503.95	554.35	609.78	资产减值损失	-16.34	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	120.79	132.87	146.16	160.77	经营营运资本变动	183.55	-163.06	-35.77	-38.89
财务费用	-15.70	-5.00	-5.00	-4.00	其他	8.00	3.19	3.10	6.41
资产减值损失	-16.34	-10.00	-10.00	-10.00	经营活动现金流净额	371.36	86.47	251.55	285.64
投资收益	1.80	5.00	5.00	5.00	资本支出	-69.97	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-1.03	0.00	0.00	0.00	其他	-3.72	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	40.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-73.69	-45.00	-45.00	-45.00
营业利润	164.83	209.23	244.57	275.39	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.10	1.00	1.00	1.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.93	210.23	245.57	276.39	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	3.09	5.26	6.14	6.91	支付股利	-119.99	-32.42	-40.79	-47.69
净利润	162.84	204.97	239.44	269.48	其他	-8.80	-3.05	5.00	4.00
少数股东损益	0.73	1.00	1.00	1.00	筹资活动现金流净额	-128.79	-35.47	-35.79	-43.69
归属母公司股东净利润	162.11	203.97	238.44	268.48	现金流量净额	180.16	6.00	170.76	196.95
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1123.80	1129.79	1300.55	1497.50	成长能力				
应收和预付款项	203.62	214.59	239.66	267.04	销售收入增长率	-5.35%	11.38%	10.68%	10.92%
存货	351.91	392.38	436.26	482.57	营业利润增长率	-23.05%	26.94%	16.89%	12.60%
其他流动资产	4.97	5.54	6.13	6.80	净利润增长率	-26.50%	25.87%	16.81%	12.55%
长期股权投资	7.85	7.85	7.85	7.85	EBITDA 增长率	-20.18%	31.52%	14.88%	11.58%
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	564.14	579.78	591.99	601.35	毛利率	57.92%	58.28%	58.29%	58.31%
无形资产和开发支出	76.65	55.36	34.07	12.78	三费率	30.48%	30.92%	30.76%	30.56%
其他非流动资产	64.11	63.40	62.69	61.98	净利率	8.88%	10.03%	10.59%	10.74%
资产总计	2397.04	2448.68	2679.19	2937.86	ROE	8.11%	9.41%	10.07%	10.37%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.79%	8.37%	8.94%	9.17%
应付和预收款项	263.18	228.43	260.30	297.18	ROIC	13.51%	18.11%	19.23%	20.92%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.80%	12.75%	13.24%	13.32%
其他负债	126.11	41.24	41.24	41.24	营运能力				
负债合计	389.29	269.67	301.54	338.42	总资产周转率	0.80	0.84	0.88	0.89
股本	581.72	579.66	579.66	579.66	固定资产周转率	4.06	4.35	4.44	4.70
资本公积	333.87	335.92	335.92	335.92	应收账款周转率	12.54	13.42	13.50	13.48
留存收益	1118.02	1289.57	1487.21	1708.01	存货周转率	2.03	2.26	2.26	2.26
归属母公司股东权益	2008.43	2178.68	2376.32	2597.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.24%	—	—	—
少数股东权益	-0.67	0.33	1.33	2.33	资本结构				
股东权益合计	2007.76	2179.01	2377.65	2599.44	资产负债率	16.24%	11.01%	11.25%	11.52%
负债和股东权益合计	2397.04	2448.68	2679.19	2937.86	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.84	7.63	7.62	7.58
					速动比率	3.83	5.91	5.94	5.96
					股利支付率	74.02%	15.90%	17.11%	17.76%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.35	0.41	0.46
					每股净资产	3.46	3.76	4.10	4.48
					每股经营现金	0.64	0.15	0.43	0.49
					每股股利	0.21	0.06	0.07	0.08
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	198.13	260.59	299.37	334.02					
PE	40.37	32.08	27.45	24.38					
PB	3.26	3.00	2.75	2.52					
PS	3.57	3.20	2.89	2.61					
EV/EBITDA	27.22	20.56	17.33	14.94					
股息率	1.83%	0.50%	0.62%	0.73%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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

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。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn