

九安医疗（002432）

2024 及 2025Q1 业绩点评：品牌渠道优势显著，慢病 O+O 有望打开第二增长曲线  
买入（维持）

2025 年 05 月 06 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

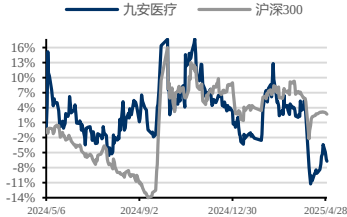
zhaoxx@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值       | 2023A   | 2024A   | 2025E   | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|---------|-------|-------|
| 营业总收入（百万元）    | 3,231   | 2,592   | 2,809   | 3,468 | 3,542 |
| 同比（%）         | (87.72) | (19.77) | 8.37    | 23.46 | 2.13  |
| 归母净利润（百万元）    | 1,252   | 1,669   | 1,449   | 1,646 | 1,667 |
| 同比（%）         | (92.19) | 33.33   | (13.18) | 13.63 | 1.24  |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 2.65    | 3.53    | 3.06    | 3.48  | 3.52  |
| P/E（现价&最新摊薄）  | 14.33   | 10.75   | 12.38   | 10.89 | 10.76 |

投资要点

- **事件：**2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度业绩。2024 年全年，公司实现营收 25.9 亿元（同比-19.77%），归母净利润 16.7 亿元（同比+33.3%），扣非净利润 16.8 亿元（同比+67.4%）；2025 年一季度，公司实现营收 5.1 亿元（同比-33.5%），归母净利润 2.7 亿元（同比+7.6%），扣非净利润 2.3 亿元（同比-27.1%）。
- **公司全球化业务布局，品牌渠道优势显著。**公司“iHealth”品牌的产品已在全球范围内获得了包括美洲、欧盟、亚洲、澳大利亚等众多国家和地区的注册证书。随着试剂盒产品在美国被广泛使用，iHealth 品牌在家用医疗健康产品市场的知名度和影响力显著增强。在国内市场方面，公司积极布局新零售平台和电商渠道，通过小米商城、天猫、京东旗舰店等线上平台进行产品销售，有效拓宽了市场覆盖面。在国际市场，公司通过境外子公司采用“新零售”模式，积极拓展 B2C 端市场。公司与全球医疗器械进口商及经销商均建立了稳固的合作关系，B2B 端的批发、零售、ODM/OEM 网络等销售渠道也较为成熟，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。
- **糖尿病诊疗照护“O+O”新模式，打开公司第二成长曲线。**公司致力于向糖尿病患者提供闭环式的全病程照护服务。这一服务模式以医生为核心，协同糖尿病教育者、营养师、运动指导师等专业团队成员，共同为患者提供糖尿病诊疗和管理服务。通过这种多学科团队合作，公司有效减少了患者的无效就诊，显著提升了诊疗效率，同时节约了社会和医疗资源。在实现线上线下一体化方面，公司通过线下门诊对患者病情的实时记录，结合线上云平台对个人健康数据和医院就诊记录的智能整合，实现了个性化健康指导的网络推送，提升了患者的营养和教育服务体验。公司的软硬件服务一体化模式，通过 iHealth 智能血糖仪的使用，实现了血糖数据的自动同步至云端，使得患者和医护人员能够便捷地通过移动设备访问详尽的历史记录、数据趋势和饮食运动日志，从而提高了慢病管理的效率和便捷性。
- **盈利预测与投资评级：**我们基本维持之前盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 28.1/34.7/35.4 亿元（前值 25-26 年 31.0/36.7 亿元，新增 27 年预测值为 35.4 亿元），归母净利润分别为 14.5/16.5/16.7 亿元（前值 25-26 年 15.4/17.3 亿元，新增 27 年预测值为 16.7 亿元），对应当前股价 PE 分别为 12/11/11 倍。我们认为公司渠道优势显著，同时新品兼具成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新产品延期获批及推广不及预期的风险；经销商管理风险；经营规模扩大带来的战略与管理风险；政策风险。

股价走势



市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 37.80       |
| 一年最低/最高价      | 34.11/51.84 |
| 市净率(倍)        | 0.83        |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16,849.05   |
| 总市值(百万元)      | 17,884.85   |

基础数据

|             |        |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 45.28  |
| 资产负债率(%，LF) | 18.66  |
| 总股本(百万股)    | 473.14 |
| 流通 A 股(百万股) | 445.74 |

相关研究

《九安医疗(002432)：立足 iHealth 系列，展望 O+O 互联网医疗》

2024-12-23

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)       |              |              |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2024A         | 2025E         | 2026E         | 2027E         |                 | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>      | <b>14,077</b> | <b>14,657</b> | <b>16,314</b> | <b>17,964</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>2,592</b> | <b>2,809</b> | <b>3,468</b> | <b>3,542</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 10,452        | 10,736        | 12,334        | 13,955        | 营业成本(含金融类)      | 760          | 809          | 976          | 1,085        |
| 经营性应收款项          | 113           | 96            | 118           | 122           | 税金及附加           | 7            | 39           | 48           | 35           |
| 存货               | 220           | 180           | 217           | 241           | 销售费用            | 458          | 421          | 520          | 531          |
| 合同资产             | 0             | 0             | 0             | 0             | 管理费用            | 406          | 365          | 451          | 460          |
| 其他流动资产           | 3,292         | 3,646         | 3,646         | 3,646         | 研发费用            | 261          | 225          | 277          | 283          |
| <b>非流动资产</b>     | <b>12,258</b> | <b>12,912</b> | <b>12,952</b> | <b>12,987</b> | 财务费用            | (7)          | 36           | 36           | 36           |
| 长期股权投资           | 0             | 0             | 0             | 0             | 加:其他收益          | 5            | 6            | 7            | 7            |
| 固定资产及使用权资产       | 382           | 422           | 457           | 488           | 投资净收益           | 712          | 919          | 916          | 992          |
| 在建工程             | 9             | 9             | 9             | 9             | 公允价值变动          | 740          | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产             | 68            | 73            | 78            | 83            | 减值损失            | (56)         | (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           | 12            | 12            | 12            | 12            | <b>营业利润</b>     | <b>2,110</b> | <b>1,794</b> | <b>2,039</b> | <b>2,064</b> |
| 其他非流动资产          | 11,787        | 12,395        | 12,395        | 12,395        | 营业外净收支          | (3)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>26,335</b> | <b>27,569</b> | <b>29,266</b> | <b>30,952</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,107</b> | <b>1,794</b> | <b>2,039</b> | <b>2,064</b> |
| <b>流动负债</b>      | <b>2,560</b>  | <b>2,889</b>  | <b>2,939</b>  | <b>2,958</b>  | 减:所得税           | 307          | 269          | 306          | 310          |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 2,158         | 2,662         | 2,662         | 2,662         | <b>净利润</b>      | <b>1,800</b> | <b>1,525</b> | <b>1,733</b> | <b>1,754</b> |
| 经营性应付款项          | 80            | 67            | 81            | 90            | 减:少数股东损益        | 131          | 76           | 87           | 88           |
| 合同负债             | 154           | 56            | 69            | 71            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>1,669</b> | <b>1,449</b> | <b>1,646</b> | <b>1,667</b> |
| 其他流动负债           | 168           | 103           | 126           | 134           | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 3.53         | 3.06         | 3.48         | 3.52         |
| 非流动负债            | 2,285         | 2,305         | 2,305         | 2,305         | EBIT            | 679          | 1,830        | 2,075        | 2,100        |
| 长期借款             | 1,177         | 1,177         | 1,177         | 1,177         | EBITDA          | 747          | 1,902        | 2,151        | 2,181        |
| 应付债券             | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率(%)          | 70.67        | 71.20        | 71.86        | 69.36        |
| 租赁负债             | 24            | 24            | 24            | 24            | 归母净利率(%)        | 64.38        | 51.58        | 47.47        | 47.06        |
| 其他非流动负债          | 1,083         | 1,103         | 1,103         | 1,103         | 收入增长率(%)        | (19.77)      | 8.37         | 23.46        | 2.13         |
| <b>负债合计</b>      | <b>4,845</b>  | <b>5,194</b>  | <b>5,244</b>  | <b>5,263</b>  | 归母净利润增长率(%)     | 33.33        | (13.18)      | 13.63        | 1.24         |
| 归属母公司股东权益        | 20,737        | 21,544        | 23,105        | 24,684        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 754           | 830           | 917           | 1,005         |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>21,491</b> | <b>22,374</b> | <b>24,022</b> | <b>25,689</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>26,335</b> | <b>27,569</b> | <b>29,266</b> | <b>30,952</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 重要财务与估值指标       |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |                 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流     | 987   | 746   | 965   | 915   | 每股净资产(元)        | 42.08 | 45.53 | 48.83 | 52.17 |
| 投资活动现金流     | (581) | (889) | 154   | 830   | 最新发行在外股份 (百万股)  | 473   | 473   | 473   | 473   |
| 筹资活动现金流     | 96    | (168) | (122) | (123) | ROIC(%)         | 2.51  | 6.09  | 6.52  | 6.21  |
| 现金净增加额      | 546   | (317) | 998   | 1,622 | ROE-摊薄(%)       | 8.05  | 6.72  | 7.13  | 6.75  |
| 折旧和摊销       | 68    | 72    | 77    | 81    | 资产负债率(%)        | 18.40 | 18.84 | 17.92 | 17.00 |
| 资本开支        | (73)  | (162) | (162) | (162) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 10.75 | 12.38 | 10.89 | 10.76 |
| 营运资本变动      | 376   | (34)  | (9)   | (10)  | P/B (现价)        | 0.90  | 0.83  | 0.78  | 0.73  |

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>