

九安医疗 (002432) 深度研究报告

美国 C 端品牌力突出，渠道复用积极扩充品类

- ❖ **深度布局美国市场的家用医疗器械出海标杆。** 出海助力医疗器械企业打开成长天花板，在海外市场中，美国由于支付能力强、进入壁垒高而最受企业关注。其中九安医疗在 2010 年便开始在美国市场的探索，经过十余年发展建立起 iHealth 的品牌影响力，并积累了扎实的海外商业化能力。在新冠疫情下，公司抓住机会，实现新冠抗原试剂盒的放量 and 业绩飙升，进一步扩大 iHealth 在美国市场的品牌影响力。未来，公司将继续推动三联检、CGM 等产品的出海。
- ❖ **当下：现金及金融类资产充裕，在美国市场具备扎实基础。**
 - 1) 充裕资产保障公司稳定发展。** 2024Q3 末，公司现金及金融类资产总和达到 229 亿元，已与 2024 年 11 月 12 日收盘时的公司市值持平。充裕的流动性资产为公司的研发、股东回报提供保障。此外，专业资产管理团队、美元降息周期以及对前沿技术领域的战略布局都有望提高公司的投资收益。
 - 2) iHealth 在美国市场具备扎实基础。** 经过多年发展，iHealth 在美国市场已跑通临床、注册、生产、运输等全流程，积累了丰富的渠道资源，上线了公司官网和亚马逊等大型电商平台。新冠疫情期间，iHealth 试剂盒在美国市场凭借现货充足、发货快、简单易用以及等优势，成功扩大了影响力，成为美国市场该领域的主流品牌，建立了品牌优势，为自研/代理产品的放量提供基础。
- ❖ **未来：三联检有望成为新“爆品”，CGM 前景广阔。**
 - 1) 三联检有望成为美国市场新“爆品”。** 新冠、甲流和乙流三种呼吸道传染病的前期症状相似，三联检产品能让呼吸道传染病患者快速确诊，契合美国市场特征，其市场相对单独的新冠检测产品更加稳定。三联检在美国的潜在市场规模可达 6.8 亿美元。在强大的品牌优势基础上，公司三联检产品于今年推出后快速放量，有望成为公司的又一“爆品”。
 - 2) CGM 与糖尿病诊疗照护“O+O”模式形成协同，前景广阔。** 公司的糖尿病诊疗照护“O+O”业务瞄准大病种，在员工持股计划推动下有望快速发展。公司在研的 CGM 可与糖尿病诊疗照护“O+O”模式形成协同，在中美都具备广阔市场空间，高性价比和专利保护是美国 CGM 市场竞争的关键。公司一方面拥有在研的自主品牌 CGM 产品，另一方面或可凭借在美国市场的品牌渠道优势助力国内优秀 CGM 产品出海。
- ❖ **投资建议：**公司是少有的在美国市场实现深度本土化的国产医疗器械公司，有望在全球支付能力最强的美国市场不断延伸家用医疗器械产品体系；此外充裕的资产通过资管业务将持续为公司造血。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 17.0、18.0、20.0 亿元，同比增长 35.6%、6.0%、11.4%。我们选择分部估值法，给予公司主营医疗业务 2025 年目标 PE 13X，对应市值为 114 亿元，给予公司资产管理及投资业务对应市值 191 亿元，则公司 2025 年目标总市值为 305 亿元，对应目标价 62 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**1、产品研发、销售进展不及预期；2、行业竞争加剧；3、资产管理风险；4、汇率波动风险；5、新冠相关收入大幅收缩风险。

主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万)	3,231	2,796	2,996	3,208
同比增速(%)	-87.7%	-13.5%	7.1%	7.1%
归母净利润(百万)	1,252	1,697	1,799	2,004
同比增速(%)	-92.2%	35.6%	6.0%	11.4%
每股盈利(元)	2.55	3.46	3.67	4.08
市盈率(倍)	18	13	12	11
市净率(倍)	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2024 年 11 月 15 日收盘价

推荐 (首次)

目标价：62 元

当前价：44.49 元

华创证券研究所

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：李婵娟

邮箱：lichajuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

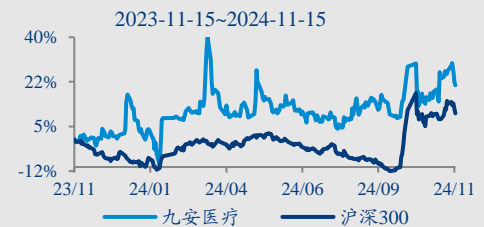
联系人：张良龙

邮箱：zhanglianglong@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	49,065.07
已上市流通股(万股)	42,019.81
总市值(亿元)	218.29
流通市值(亿元)	186.95
资产负债率(%)	18.16
每股净资产(元)	39.28
12 个月内最高/最低价	51.69/33.26

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

本报告从当下优势和未来潜力单品两个方面阐述了九安医疗的投资价值，公司作为国内稀缺的家用医疗器械深度出海标的，在支付能力最高的美国市场建立起扎实的市场基础，为来自研/代理产品在美国市场的放量提供基础，在当前国产医疗器械争先出海的大背景下投资价值凸显。

投资逻辑

当下：现金及金融类资产充裕，在美国市场具备扎实基础。1) **充裕的流动性资产保障公司稳定发展。**2024年Q3末，公司现金及金融类资产总和达到229亿元，已与2024年11月12日收盘时的公司市值持平。充裕的流动性资产为公司的研发、股东回报提供保障。此外，专业化资产管理团队、美元降息周期以及对前沿技术领域的战略布局都有望提高公司的投资收益。2) **iHealth在美国市场具备扎实基础。**经过多年发展，iHealth在美国市场已跑通临床、注册、生产、运输等全流程，积累了丰富的渠道资源，上线了公司官网和亚马逊等大型电商平台。新冠疫情期间，iHealth试剂盒在美国市场凭借现货充足、发货快、简单易用以及等优势，成功扩大了影响力，成为美国市场该领域的主流品牌，建立了品牌优势，为自研/代理产品的放量提供基础。

未来：三联检有望成为新“爆品”，CGM前景广阔。1) **三联检有望成为美国市场新“爆品”。**新冠、甲流和乙流三种呼吸道传染病的前期症状相似，三联检产品能让呼吸道传染病患者快速确诊，契合美国市场特征，其市场相对单独的新冠检测产品更加稳定。我们估算三联检在美国的潜在市场规模可达6.8亿美元。在强大的品牌优势基础上，公司三联检产品于今年推出后快速放量，有望成为公司的又一“爆品”。2) **CGM与糖尿病诊疗照护“O+O”模式形成协同，前景广阔。**公司的糖尿病诊疗照护“O+O”业务瞄准大病种，在员工持股计划推动下有望快速发展。公司在研的CGM可与糖尿病诊疗照护“O+O”模式形成协同，在中美都具备广阔市场空间，高性价比和专利保护是美国CGM市场竞争的关键。公司一方面拥有在研的自主品牌CGM产品，另一方面或可凭借在美国市场的品牌渠道优势助力国内优秀CGM产品出海。

关键假设、估值与盈利预测

公司是国内少有的在美国市场实现深度本土化的医疗器械公司，凭借深厚的品牌渠道优势，有望在全球支付能力最强的美国市场不断延伸家用医疗器械产品体系；此外充裕的账上资产通过资管业务将持续为公司造血。我们选择分部估值法，给予公司主营医疗业务2025年目标PE 13X，对应市值为114亿元，给予公司资产管理及投资业务对应市值191亿元，则公司2025年目标总市值为305亿元，对应目标价62元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

目 录

一、 iHealth 十年新生到蜕变	5
（一） 九安医疗：从代工到自主品牌出海	5
（二） iHealth 的初创到蜕变	8
二、 当下：现金及金融类资产充裕，在美国市场具备扎实基础	10
（一） 现金及金融类资产充裕，保障公司稳定发展	10
（二） iHealth 在美国市场具备扎实基础	11
三、 未来：三联检有望成为新“爆品”，CGM 前景广阔	13
（一） 三联检有望成为美国市场新“爆品”	13
（二） CGM 与糖尿病诊疗照护“O+O”模式形成协同，前景广阔	14
四、 盈利预测及估值	18
五、 风险提示	20

图表目录

图表 1	九安医疗营业收入和归母净利润	5
图表 2	九安医疗营业收入结构	6
图表 3	九安医疗各业务毛利率	6
图表 4	2019-2024H1 收入区域分布	6
图表 5	九安医疗费用率	6
图表 6	九安医疗股权结构	7
图表 7	九安医疗高管介绍	7
图表 8	九安医疗员工持股计划业绩考核目标	8
图表 9	iHealth Inc. 子公司收入（亿元）	9
图表 10	iHealth 项目开发支出（万元）	9
图表 11	九安医疗资产主体分布	10
图表 12	九安医疗研发费用（亿元）	10
图表 13	美国十年期国债收益率与美联储加息变化	11
图表 14	iHealth 试剂盒在亚马逊电商网上拥有 Best Seller 标签	12
图表 15	iHealth 试剂盒与雅培、ACON 产品的检测性能相近	12
图表 16	美国新冠疫情周度发展趋势	13
图表 17	美国 ILI-Net 报告的公共卫生实验室 ILI（流感样疾病）病例数量（纵轴：例；横轴：周）	13
图表 18	FDA 已获批三联检产品	14
图表 19	2021 年全球医疗器械市场份额	15
图表 20	2025 年全球医疗器械市场份额	15
图表 21	中国 CGM 市场规模预测（亿元）	16
图表 22	2020 年国内 CGM 市场竞争格局	16
图表 23	美国 CGM 行业规模（亿美元）	16
图表 24	美国各细分患者人群的 CGM 渗透率（2023 年）	17
图表 25	九安医疗收入预测	18
图表 26	九安医疗主营医疗业务可比公司估值	19
图表 27	资管及投资业务对应市值计算	19

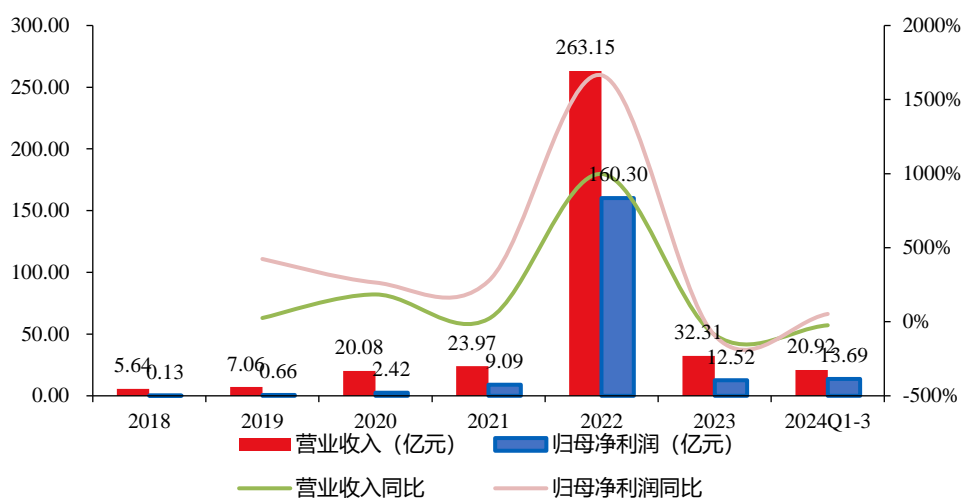
一、iHealth 十年新生到蜕变

（一）九安医疗：从代工到自主品牌出海

九安医疗是全球医疗健康类电子产品及硬件和移动医疗服务供应商。自 1995 年成立以来，公司从血压计 ODM/OEM 代工模式起步，逐步拥有了血糖仪、胎心仪、雾化器、额温计等多款家用医疗健康产品。九安医疗坚持糖尿病诊疗照护“O+O”模式和新零售平台推广爆款产品两大战略，疫情期间 iHealth 试剂盒多次蝉联美国亚马逊销冠，成为继额温计之后爆款战略又一成功实践。

疫情期间业绩爆发式增长。2018-2022 年公司营业收入和归母净利润逐年上升，自 2020 年起开始跨越式增长，到 2022 年达到峰值，2023 年业绩有所回落，但相较 2021 年仍有明显增长。2022 年营业收入同比增长 997.80%，归母净利润同比增长 1664.19%，主要原因是疫情期间试剂盒在新零售平台爆火和美国政府大额订单。之后业绩回落，2024Q1-3，公司营收为 20.92 亿元（同比-23.79%），归母净利润为 13.69 亿元（同比+52.63%）。

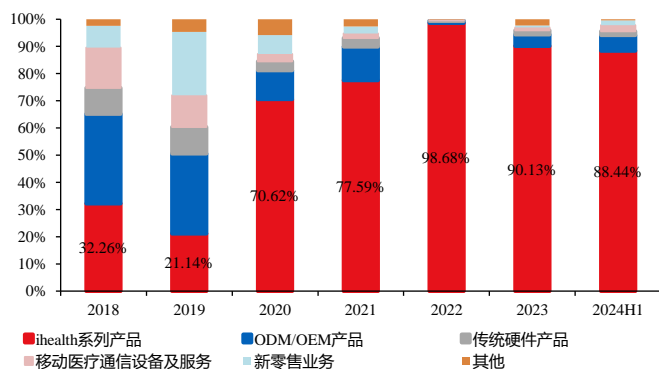
图表 1 九安医疗营业收入和归母净利润



资料来源：Wind，华创证券

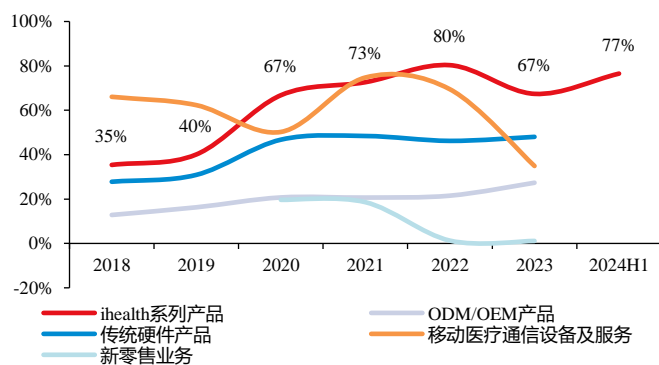
iHealth 系列产品是公司主要收入来源。2018-2019 年营收结构以 iHealth 产品和 ODM/OEM 代工并重，新零售业务逐渐发力。2020 年以后，iHealth 系列产品收入飙升，营收占比逐年上升，在 2022 年达到 98.68%。截至 2024H1，iHealth 系列产品占营业收入 88.44%，仍是公司主要收入来源。并且 iHealth 系列产品自 2018 年以来毛利率逐渐提高，在 2022 年达到 80%，2024H1 仍有 77%，在公司各业务中处于较高水平。

图表 2 九安医疗营业收入结构



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 九安医疗各业务毛利率

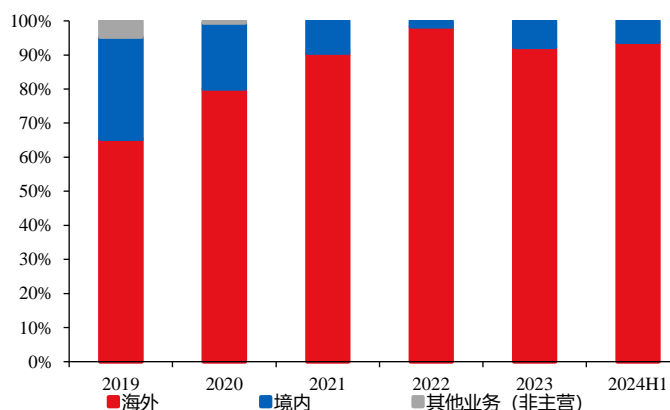


资料来源: Wind, 华创证券

公司海外收入占比高,主要来自美国。从地域划分来看,公司主要收入来自海外,2024H1海外收入占比达到93.85%,是由于公司的iHealth系列产品主要在海外市场销售,由于iHealth系列产品主要在美国市场经营,海外收入主要来自美国。

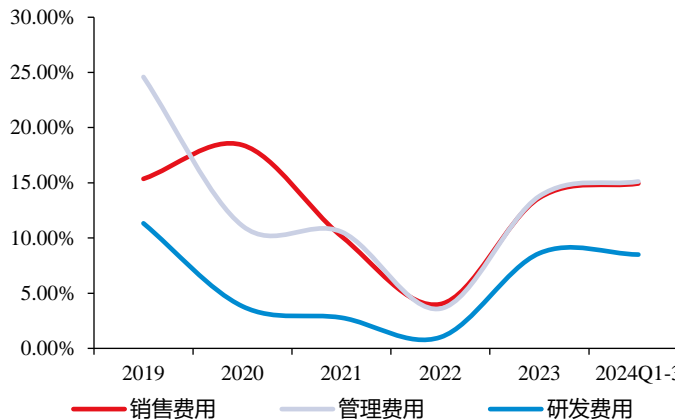
随着营业收入的高速增长,2018-2022年公司费用率总体呈下降趋势。2023年后由于收入回落,研发、管理、销售费用率均明显回升。

图表 4 2019-2024H1 收入区域分布



资料来源: Wind, 华创证券

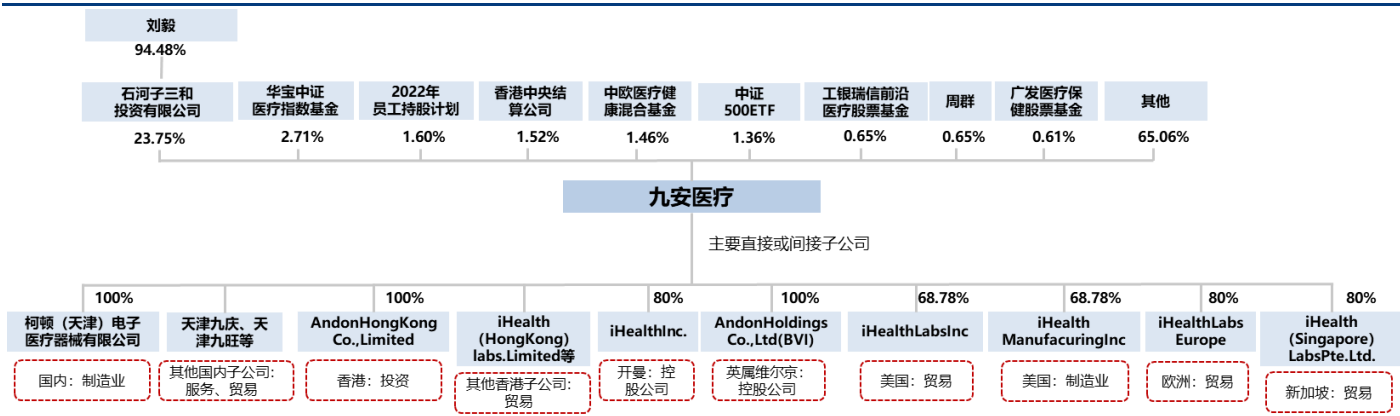
图表 5 九安医疗费用率



资料来源: Wind, 华创证券

董事长、总经理刘毅为公司实控人,管理层稳定。截至2024Q3末九安医疗前十大股东合计持股34.94%,石河子三和投资有限公司占总股本23.75%。董事长、总经理刘毅先生持有石河子三和94.48%的股权,是九安医疗实控人。主要高管在公司或下属子公司任职多年,管理层稳定。

子公司iHealth Inc.负责iHealth品牌的全球业务。九安医疗的下属子公司遍布美国、新加坡、欧洲等海外地区,其中iHealth Inc.负责iHealth品牌的全球业务,iHealth Inc.的2024H1营业收入12.03亿元,占同期公司总营业收入的89%。九安医疗持有子公司iHealth Inc.的80%股权,小米投资持有剩余的20%股权。

图表 6 九安医疗股权结构


资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券 (股东数据截至 2024 三季度, 子公司数据截至 2024 中报)

图表 7 九安医疗高管介绍

姓名	职务	简介
刘毅	董事长、总经理	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1967 年生, 分析仪器及工业管理双学士学位, 为公司创始人。1995 年至 2007 年担任公司前身柯顿(天津)电 工电器有限公司董事长, 2007 年至今担任公司董事长。刘毅先生现为公司 控股股东三和公司执行事务合伙人, 天津市工商联副主席, 天津市南开区 工商联副会长以及天津市医疗器械商会副会长。
丛明	董事、副总经理	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1983 年生。天津大学自动化专业, 本 科学历。2007 年入职本公司, 历任公司软件工程师, 项目负责人, 产品 线主管, 现任公司副总经理, 智能产品部总监。
王湧	董事、副总经理	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1978 年生。天津大学材料学院焊接工 艺及设备专业, 本科学历。2002 年入职本公司, 历任公司策划部, 电商事 业部负责人。现任公司副总经理, 国内业务事业部负责人。
秦菲	代财务负责人	女, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1988 年生, 中国注册会计师。2011 年 7 月毕业于浙江大学, 获会计学本科学位。2017 年毕业于南开大学, 获金融 学硕士学位。2011 年 9 月至 2016 年 12 月任安永会计师事务所高级审计 师, 2016 年 12 月入职至今, 历任公司财务主管, 财务副经理, 现任公司 财务经理。
邹彤	董事会秘书	男, 中国国籍, 无境外永久居留权, 1983 年生。2009 年 10 月毕业于法国 里昂第二大学, 获金融(并购类)专业硕士学位。2012 年 7 月至 2017 年 10 月, 担任 iHealthLabs Europe SARL (天津九安医疗电子股份有限公司子公 司) 董事及财务总监; 2017 年 10 月至今, 担任公司董事会秘书。

资料来源: Wind, 华创证券

发布员工持股计划, 助力公司长期增长。2024 年 8 月, 公司发布 2024 年员工持股计划, 拟以 20.51 元/股的价格向不超过 800 人(不包括预留人数)授予不超过 2170 万股(其中 预留 326 万股)。公司层面业绩考核目标分为两块: 70%权重考核扣非净利润, 24-26 年 “扣非净利润”目标值为 11/12/13 亿元。30%权重考核糖尿病护理新模式, 考核指标有两 项。第一项, “慢病管理人数增长率”目标值为 24-26 年分别较 23 年不低于 40%/90%/175%, 触发值为 30%/70%/120%。第二项, “慢病管理营业收入增长率”触发值为 24-26 年分别

较 23 年不低于 50%/100%/200%。

图表 8 九安医疗员工持股计划业绩考核目标

绩效指标选取	对应考核年度	扣非净利润业绩指标（70%权重）		糖尿病诊疗照护“O+O”新模式指标（30%权重）		
		扣非净利润		慢病管理人数增长率（Bm）		慢病管理营业收入增长率（Cm）
		目标值（Am）	目标值（Bm）	触发值(Bn)	触发值(Cm)	
第一个归属期	2024 年	11 亿元	较 2023 年不低于 40%	较 2023 年不低于 30%	较 2023 年不低于 50%	
第二个归属期	2025 年	12 亿元	较 2023 年不低于 90%	较 2023 年不低于 70%	较 2023 年不低于 100%	
第三个归属期	2026 年	13 亿元	较 2023 年不低于 175%	较 2023 年不低于 120%	较 2023 年不低于 200%	

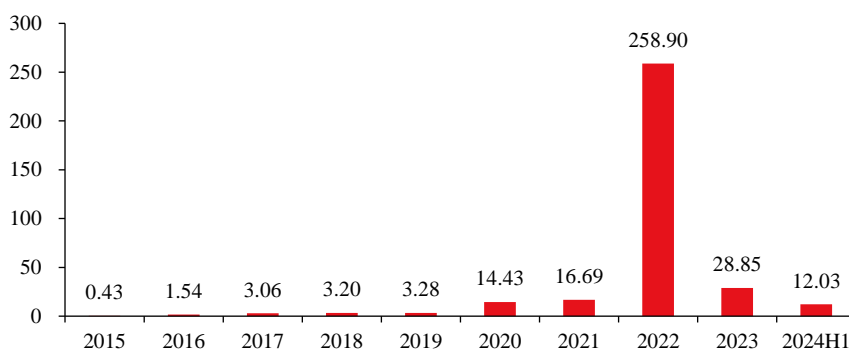
资料来源：公司公告，华创证券

（二）iHealth 的初创到蜕变

iHealth 的初创与成长：2010 年，公司向移动互联网转型并创建“iHealth”品牌，在美国设立子公司 iHealth Labs Inc.，负责美国地区 iHealth 系列产品研发和销售。iHealth 系列成立初期就与苹果公司建立了合作，iHealth 第一款移动互联血压计 BP3 在苹果渠道发布后，又推出了无线智能移动血压计、血糖仪、体脂秤等多款产品。2014 年，子公司 iHealth Inc.引入小米公司 2500 万美元投资，通过借助小米独特的业务模式和用户数量的高速增长，提供高性价比的产品，公司还将 iHealth 全球业务调整至 iHealth Inc.结构之下。目前，公司的系列额温计、血压计、血糖仪、雾化器、按摩仪等个人健康和泛健康类产品均在小米平台出售。2015-2019 年间，子公司 iHealth Inc.的收入从 0.43 亿元逐渐增长至 3.28 亿元。

疫情期间收入剧增：2020 年，由于疫情期间防疫产品和远程医疗的需求增加，公司产品如额温计、血压计、血糖仪、血氧仪、体重秤等产品在海外的销量快速增长，子公司 iHealth Inc.收入达到 14.4 亿元，同比增长 340%。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，公司成为第 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。受美国新冠疫情的发展影响，当地对新冠抗原检测试剂盒的需求大幅增长，2022 年子公司 iHealth Inc.收入达到 258.9 亿元。此后虽然新冠试剂盒需求回落，但美国政府仍然有政府订单需求，2023 年 9 月，iHealth 子公司又一次成功中标美国联邦政府的试剂盒产品采购合同，合同金额为 1.67 亿美元。iHealth Inc.在 2023、2024H1 的营业收入仍有 28.85、12.03 亿元，收入体量相较疫情前仍有显著提升。

图表 9 iHealth Inc.子公司收入（亿元）



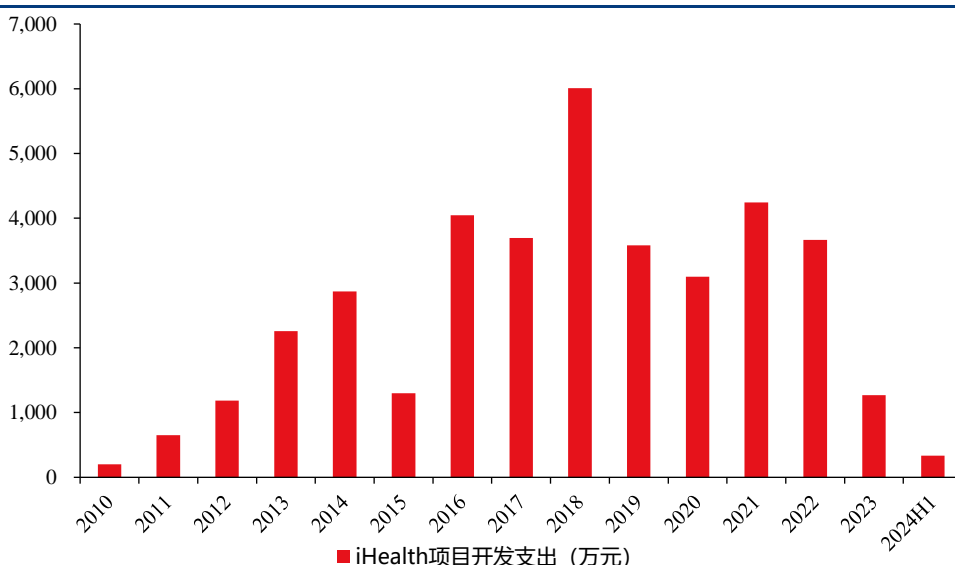
资料来源：公司公告，华创证券

公司 iHealth 品牌的成功一方面源自于公司长期持续的投入发展和摸索，另一方面是由于在新冠疫情期间抓住机会，满足抗疫需求，扩大了品牌影响力。

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、供应链资源、临床注册经验和政府关系。公司持续保持对 iHealth 项目的研发投入，丰富产品体系，iHealth 系列产品获得了良好的品牌知名度和用户口碑。

新冠疫情期间，公司基于过往多年来的临床和注册经验积累，同时发挥 iHealth 美国子公司的地缘优势，快速获得新冠抗原家用自测 OTC 试剂盒的美国 FDA EUA 授权。试剂盒获批后市场需求爆发，公司利用长期积累形成的供应链管理与资源整合能力，在 3 个月内把日产能先从最初的 100 万人份提升至 1000 万人份，随后又提升至 2000 万人份。iHealth 品牌在美国检测试剂盒紧缺的情况下满足了市场需求，建立起良好口碑，成功扩大品牌影响力。2024 年 5-6 月，公司的 iHealth 三联检（定性检测和区分甲/乙型流感病毒或新型冠状病毒）产品陆续获得了 FDA 的 OTC（家用自测）和 POC（护理点）批准，三联检产品有望凭借 iHealth 品牌力基础持续放量。

图表 10 iHealth 项目开发支出（万元）



资料来源：公司公告，华创证券

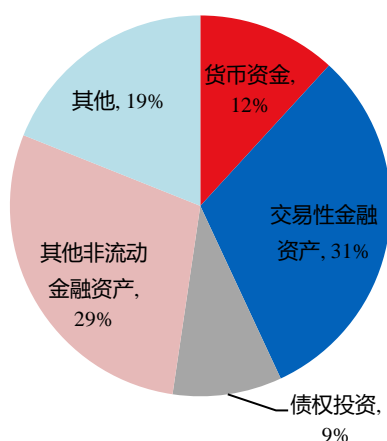
二、当下：现金及金融类资产充裕，在美国市场具备扎实基础

（一）现金及金融类资产充裕，保障公司稳定发展

现金及金融类资产充裕，总和接近公司市值。根据公司 2024 年三季报，公司货币资金为 28.88 亿元，交易性金融资产、债权投资、其他非流动金融资产、一年内到期的非流动资产分别为 76.47、22.68、70.26、30.70 亿元，总和达到 229 亿元，已与 2024 年 11 月 12 日收盘时的公司市值持平，占公司总资产的 94%，扣除掉短期借款、长期借款等付息债务后的现金及金融类资产仍超过 197 亿元。

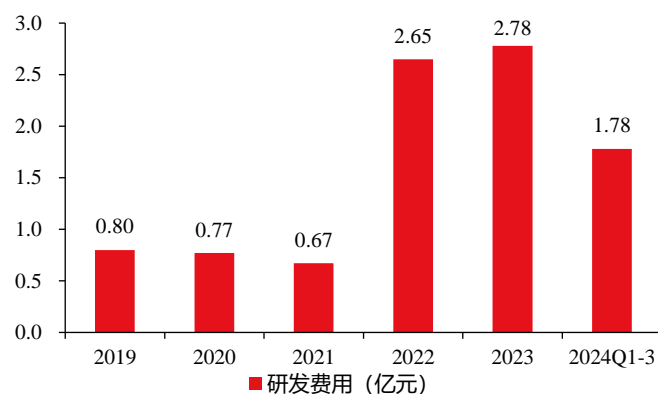
充裕资金为公司的研发、股东回报提供保障。在充裕资金的支持下，公司 2022 年以来的研发费用大幅增长，2022、2023、2024Q1-3 分别达到 2.65、2.78、1.78 亿元。公司还通过分红和股权回购来回报股东，2021、2022、2023 年公司每股分红分别为 0.7、2.5、0.3 元，分红总额分别为 3.19、11.77、1.27 亿元；2021-2024 年（截止到 2024 年 10 月）公司进行了四次股份回购，累计回购金额近 24 亿元。

图表 11 九安医疗资产主体分布



资料来源：Wind，华创证券（截至 2024 三季报）

图表 12 九安医疗研发费用（亿元）



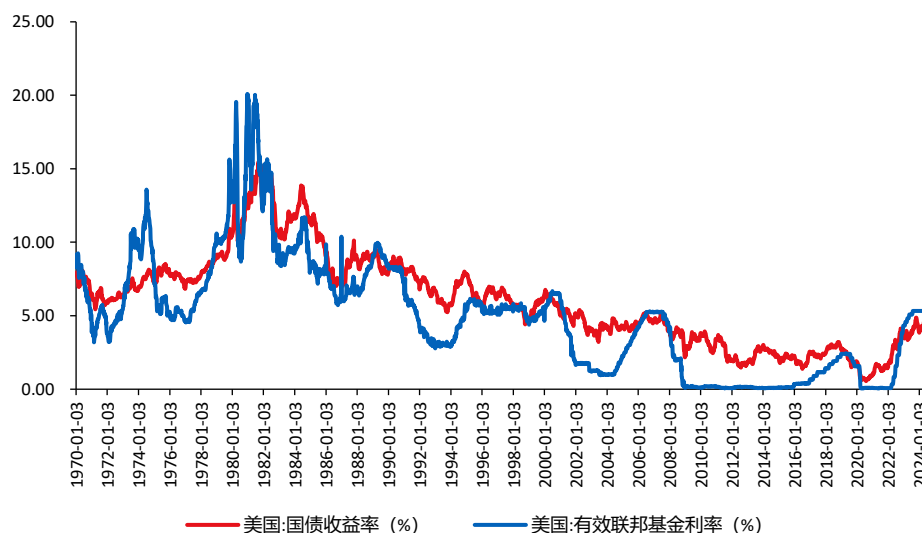
资料来源：Wind，华创证券

组建专业化资产管理团队，投资收益已成为利润的重要组成部分。公司致力于资产的保值增值，组建了一支专业的资产管理团队，以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，并且已与超过 20 家一线资产管理公司建立了投资合作关系，持续提升公司大类资产配置的综合能力。目前公司涉及资管业务及投资业务的资产主要包括交易性金融资产、一年内到期的非流动资产、债权投资、其他非流动金融资产，分别占公司总资产的 31%、13%、9%、29%，涉及固收类、权益类、另类资产以及其他配置。根据公司 2024 中报公布的信息，其中包括了至少 32.26 亿元的固收票据、40.61 亿元的美债和 19.38 亿元的股票投资等，预计目前公司底层资产仍以这些类别为主。2023、2024Q1-3 公司的投资净收益与公允价值变动净收益之和分别为 8.70、11.36 亿元，分别占营业利润的 54%、63%。

持有的美国国债有望受益于美元降息周期。根据 2024 年中报，公司持有价值 40.61 亿元的美债。以历年美联储加息节奏和美债收益率的变化趋势来看，两者总体呈现正相关。此前 4 年间，美联储共加息 11 次，基准利率从 0%~0.25%持续加到 5.25%~5.5%。2024 年 9 月 18 日，美联储宣布将基准利率目标范围下调 50 个基点，降至 4.75%~5%，

这是自 2020 年 3 月以来的首次降息，11 月 7 日，美联储再度将基准利率目标范围下调 25 个基点到 4.50%至 4.75%之间。预计之后美元将迎来降息周期，美债收益率有望随之下降，债券收益率与债券价格是负相关，预计公司持有的美债将受益于美元降息周期。

图表 13 美国十年期国债收益率与美联储加息变化



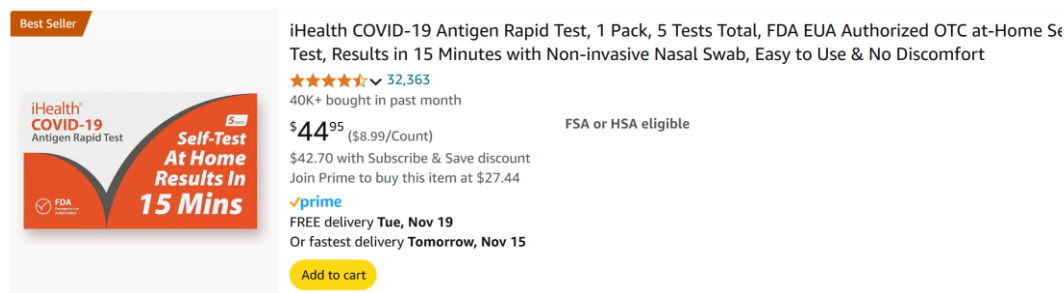
资料来源：Wind，华创证券

公司在前沿技术领域进行战略布局，以期获取长期投资回报。2022 年 9 月以来，公司与专业投资机构合作参与了 4 次投资，投资方向涉及了硬科技、医疗大健康、人工智能、生物制造、新能源新材料等领域，公司前三次拟投资规模达到 8.03 亿元，在 2024 年 1 月与天津海棠创业投资管理中心的共同投资计划中，公司整体出资规模不超过 35.6 亿元。公司已经参与了对国产人工智能大语言模型初创公司月之暗面相关主体的投资，投资额等值于 3000 万美元。

（二）iHealth 在美国市场具备扎实基础

iHealth 在美国市场已建立强大的品牌渠道优势。多年来公司 iHealth 品牌的血压计、额温计在美国亚马逊电商平台的销售情况良好，iHealth 血压计多次位列亚马逊电子臂式血压计品类第一名。新冠疫情发生后，iHealth 额温计、试剂盒销量快速增长。2021-2023 年间，美国政府采购的 iHealth 新冠抗原检测试剂盒数量达到了 4.5 亿人份，iHealth 试剂盒在电商平台上也持续畅销，截至 2024 年 11 月 14 日，iHealth 新冠单检试剂盒仍在亚马逊上拥有 Best Seller 标签。iHealth 试剂盒在美国市场产品短缺情况下凭借现货充足、发货快、简单易用等优势成功扩大了影响力，成为美国市场该领域的主流品牌。iHealth 在美国积累了丰富的渠道资源，通过“新零售”模式拓展 B2C 端市场，上线公司官网和亚马逊等大型电商平台。iHealth 建立的品牌渠道优势不仅有利于自有产品放量，未来也可能由公司作为渠道商，代理其他厂家有竞争力的产品，获得销售分成。

图表 14 iHealth 试剂盒在亚马逊电商网上拥有 Best Seller 标签



资料来源：亚马逊网站

在美国市场已跑通临床、注册、生产、运输等全流程。公司在美国市场耕耘十余年，在临床、注册、生产、运输等商业化全流程都积累了丰富经验。新冠疫情期间，公司历时 12 个月在 2021 年 11 月获得新冠抗原检测试剂盒的 FDA EUA 授权，在 3 个月内把日产能先从最初的 100 万人份提升至 1000 万人份，随后又提升至 2000 万人份，日发运量高峰时达到 3000 万人份。在哈佛大学发表的研究中显示，iHealth 试剂盒的检测性能与雅培等海外主流品牌相比毫不逊色。iHealth 试剂盒的优异性能与成功放量充分体现了公司在美国市场的商业化能力，强大的品牌渠道优势和商业化能力能够让更多 iHealth 系列新产品的销售获益。

图表 15 iHealth 试剂盒与雅培、ACON 产品的检测性能相近

Ct value range and RADT	n/total (%) positive	
	Delta variant	Omicron variant
Overall		
Abbott BinaxNOW	15/30 (50%)	13/30 (43%)
ACON FlowFlex	15/30 (50%)	15/30 (50%)
iHealth COVID-19 Antigen	17/30 (57%)	17/30 (57%)
≤20		
Abbott BinaxNOW	9/10 (90%)	10/10 (100%)
ACON FlowFlex	10/10 (100%)	10/10 (100%)
iHealth COVID-19 Antigen	10/10 (100%)	10/10 (100%)
20 - 30		
Abbott BinaxNOW	6/10 (60%)	3/10 (30%)
ACON FlowFlex	5/10 (50%)	5/10 (50%)
iHealth COVID-19 Antigen	7/10 (70%)	7/10 (70%)
≥30		
Abbott BinaxNOW	0/10 (0%)	0/10 (0%)
ACON FlowFlex	0/10 (0%)	0/10 (0%)
iHealth COVID-19 Antigen	0/10 (0%)	0/10 (0%)

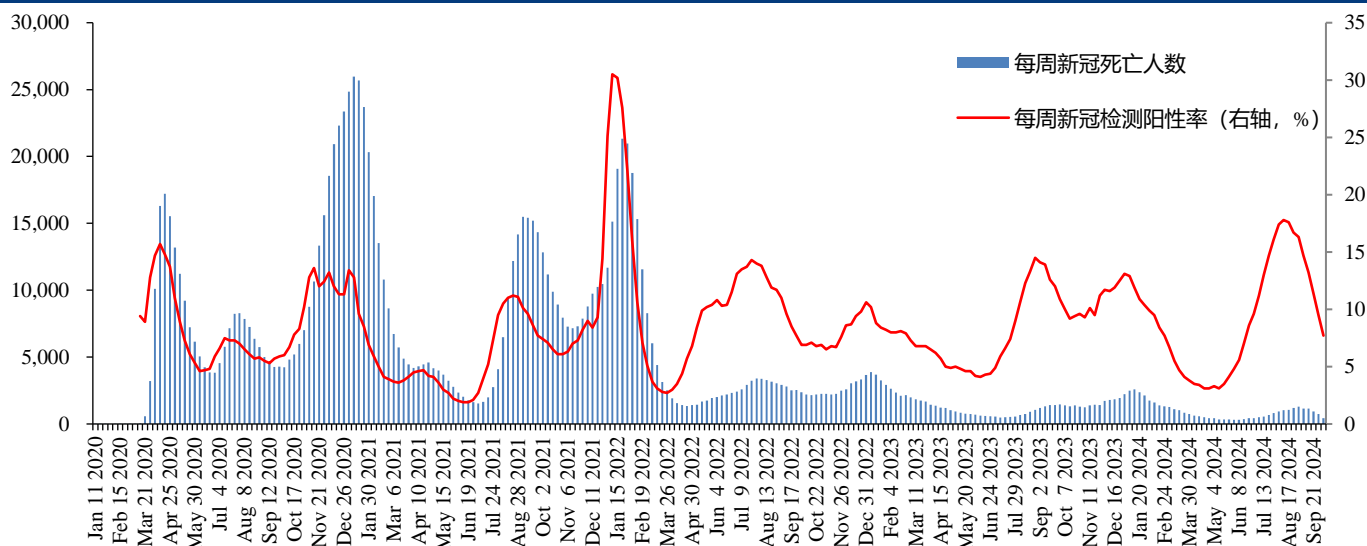
资料来源：公司官网

三、未来：三联检有望成为新“爆品”，CGM 前景广阔

(一) 三联检有望成为美国市场新“爆品”

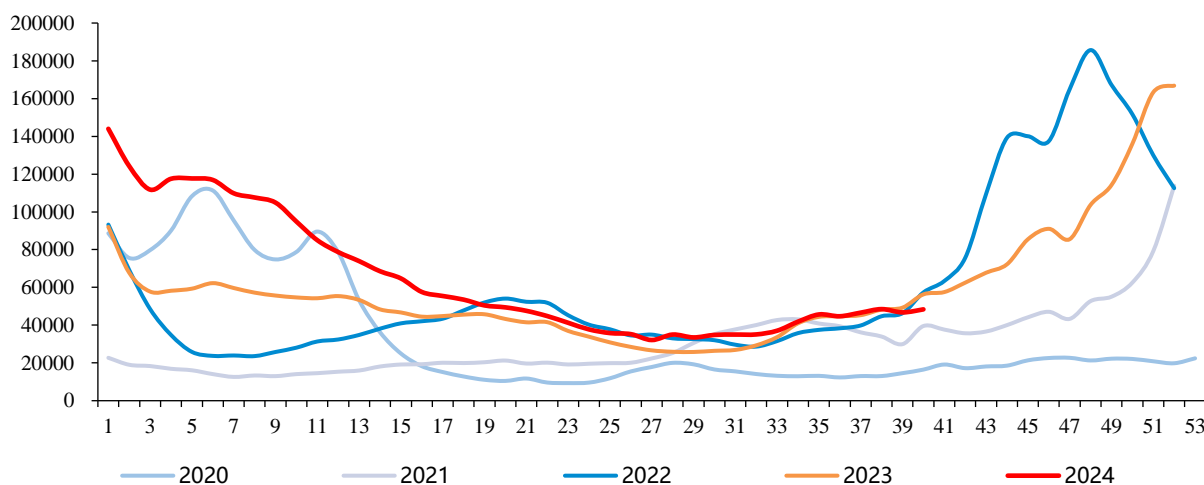
三联检产品契合美国市场特征，填补市场空白。公司的 iHealth 三联检（定性检测和区分甲/乙型流感病毒或新型冠状病毒）产品在 2024 年 5-6 月获得了 FDA 的 OTC（家用自测）和 POC（护理点）批准。根据美国 CDC 数据，2023 年秋冬季以来，美国入院新冠患者人数又出现高峰，进入较低规模的波浪式反复流行模式。流感则呈现季节性传播的模式，每年都会出现大量感染人群。在美国预约家庭医生进行初诊的传统就医流程耗时较长，患者在经历新冠疫情的试剂盒自检后，会更倾向从 OTC 自检测到确诊再到 OTC 购药的简便流程。新冠、甲流和乙流三种呼吸道传染病的前期症状相似，三联检产品将能够让呼吸道感染病患者快速确诊，得到治疗，并且由于甲流、乙流长期呈季节性爆发，三联检产品的市场相对单独的新冠检测产品更加稳定。

图表 16 美国新冠疫情周度发展趋势



资料来源：CDC，华创证券

图表 17 美国 ILI-Net 报告的公共卫生实验室 ILI（流感样疾病）病例数量（纵轴：例；横轴：周）



资料来源：CDC，华创证券

三联检在美国潜在市场规模可达 6.8 亿美元。目前公司三联检产品在亚马逊官网上有 12.5 美元/人份和 15 美元/人份的不同售价包装，假设最终均价为 13 美元/人份。根据 Statista 数据，美国过往每年流感病例数量在 2000-4000 万人之间，假设后续每年流感患者人数为 3000 万人，三联检渗透率可达到 70%，每次患病过程平均使用 2.5 支三联检试剂盒，则估算总体市场规模可达到 6.8 亿美元。

iHealth 三联检快速放量，品牌力价值凸显。目前美国市场三联检获批厂家共有 9 家，其中获得 OTC 产品批准的有 8 家。虽然竞争者较多，但九安医疗的 iHealth 三联检产品凭借此前新冠试剂盒销售积累的品牌影响力，在亚马逊平台同类产品中销量排名第一。根据 2024 年 10 月 15 号的亚马逊官网数据，其三联检 4 支装产品（正常价格为 49.99 美元）近一个月已销售 2 万+盒，三联检 2 支装产品近一个月销售 1 万+盒（正常价格为 29.94 美元）。此外公司的三联检产品已经开始在线下的沃尔玛、CVS 等渠道销售。随着秋冬季流感类疾病发病率提高，iHealth 三联检在强大的品牌优势基础上，有望成为公司的又一“爆品”。

图表 18 FDA 已获批三联检产品

厂家	产品名	家用自测（OTC）/护理点（POC）
Healgen Scientific (东方生物)	Healgen COVID-19/Flu A&B Ag Combo Rapid Test Cassette (Swab)	POC
	Healgen Rapid Check COVID-19/flu A&B Antigen Test	OTC
CorDx	CorDx Tyfast Flu A/B & COVID-19 Multiplex Rapid Test	POC
	CorDx TyFast Flu A/B & COVID-19 At Home Multiplex Rapid Test	OTC
iHealth (九安医疗)	iHealth COVID-19/Flu A&B Rapid Test Pro	POC
	iHealth COVID-19/Flu A&B Rapid Test	OTC
SEKISUI Diagnostics	OSOM Flu SARS-CoV-2 Combo Test	POC
	OSOM Flu SARS-CoV-2 Combo Home Test	OTC
艾康	Flowflex Plus COVID-19 and Flu A/B Home Test	OTC
Nano-Ditech	Nano-Check Influenza+COVID-19 Dual Test	POC
Wondfo USA (万孚生物)	WELLlife COVID-19 / Influenza A&B Test	POC
	WELLlife COVID-19 / Influenza A&B Home Test	OTC
Watmind USA	Speedy Swab Rapid COVID-19 + Flu A&B Antigen Test	POC
	Speedy Swab Rapid COVID-19 + Flu A&B Antigen Self-Test	OTC
OSANG LLC	OHC COVID-19/Flu Antigen Test Pro	POC
	QuickFinder COVID-19/Flu Antigen Self Test	OTC

资料来源：FDA，东方生物公告，华创证券（截至 2024 年 11 月 13 号）

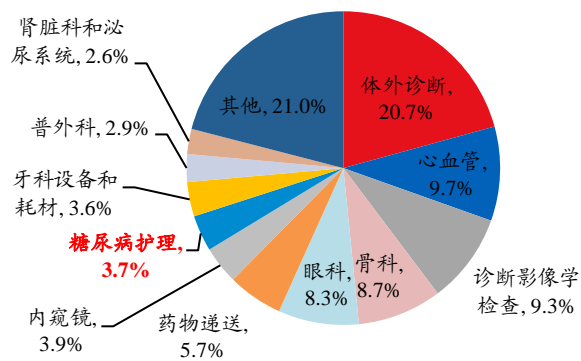
公司将继续在爆款产品方向深耕，发挥 iHealth 在美国的品牌渠道优势及商业化能力，将更多 IVD、物联网健康产品推向美国市场。

（二）CGM 与糖尿病诊疗照护“O+O”模式形成协同，前景广阔

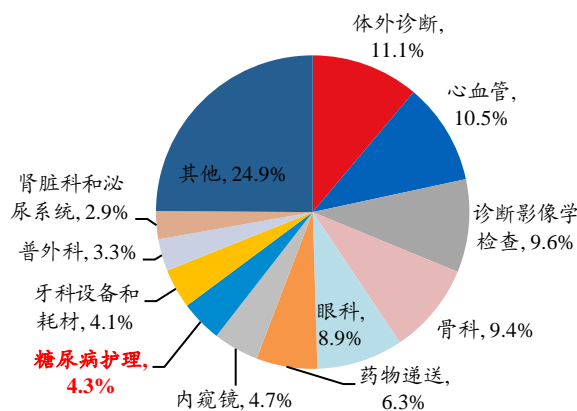
糖尿病诊疗照护“O+O”瞄准大病种。除爆款产品战略外，加速在中美两地推广糖尿病诊疗照护“O+O”新模式是公司的另一大战略。公司率先以糖尿病管理作为切入点来实施互联网+医疗的核心战略，以移动智能医疗设备为入口，以移动互联网、物联网为载体和技术手段，助力糖尿病全病程综合照护。根据 IDF（国际糖尿病联盟）预测，到 2045

年，全球糖尿病患者数量预计将达到 7.83 亿，比 2021 年的 5.37 亿增加了 46%。根据 IQVIA 数据，在全球医疗器械市场中，糖尿病护理的市场规模显著增长。2021 年，糖尿病护理市场规模达到 227 亿美元，占全球医疗器械市场的 3.7%；预计到 2025 年，这一数字将增至 330 亿美元，CAGR 达到 9.8%，占比提高到 4.3%。

图表 19 2021 年全球医疗器械市场份额



图表 20 2025 年全球医疗器械市场份额



资料来源：IQVIA，华创证券

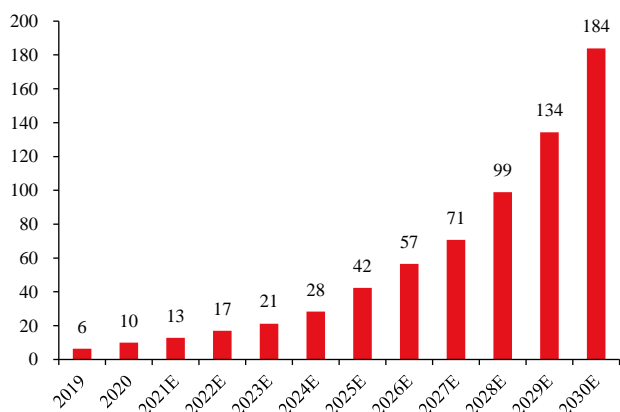
资料来源：IQVIA，华创证券

糖尿病诊疗照护“O+O”业务在员工持股计划推动下有望快速发展。2024H1，糖尿病照护业务相关收入达到 3173 万元（+114%）。目前，公司的糖尿病诊疗照护“O+O”新模式正在全国约 50 个城市、330 余家医院加速推广，照护的病人规模超过 26 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新模式与 80 多家诊所合作，形成了良好的口碑，照护病人数约 1.7 万人。公司 2024 年员工持股计划中有 30% 权重考核糖尿病诊疗照护业务，有望推动该业务的快速发展。

CGM 可与公司的糖尿病诊疗照护“O+O”模式形成协同。连续血糖检测仪（CGM）可以提供连续的血糖变化数据，能够应用于糖尿病照护模式。CGM 是公司的募投项目之一，根据公司 2024 中报，该项目处于预临床阶段，上市后将推向中、美市场。未来公司的 CGM 产品能够与糖尿病照护模式形成协同效应，加速推动公司核心战略的发展。

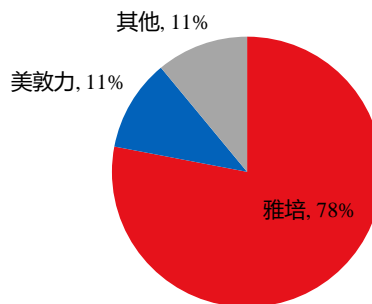
中国 CGM 市场快速增长，国产替代空间巨大。根据微泰医疗招股书的数据，2023 年我国 CGM 市场规模约为 21 亿元，预计到 2030 年将增长至 184 亿元，2021-2030 年间 CAGR 达到 34%。2020 年，国内 CGM 市场 78% 的份额被雅培占据，11% 的份额被美敦力占据，进口占主导地位，国产替代空间巨大。

图表 21 中国 CGM 市场规模预测 (亿元)



资料来源: 灼识报告、IDF, 转引自微泰医疗招股书, 华创证券

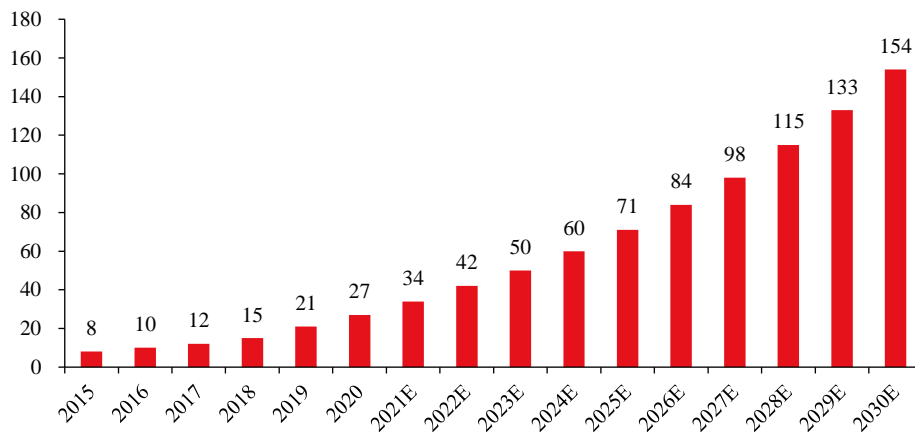
图表 22 2020 年国内 CGM 市场竞争格局



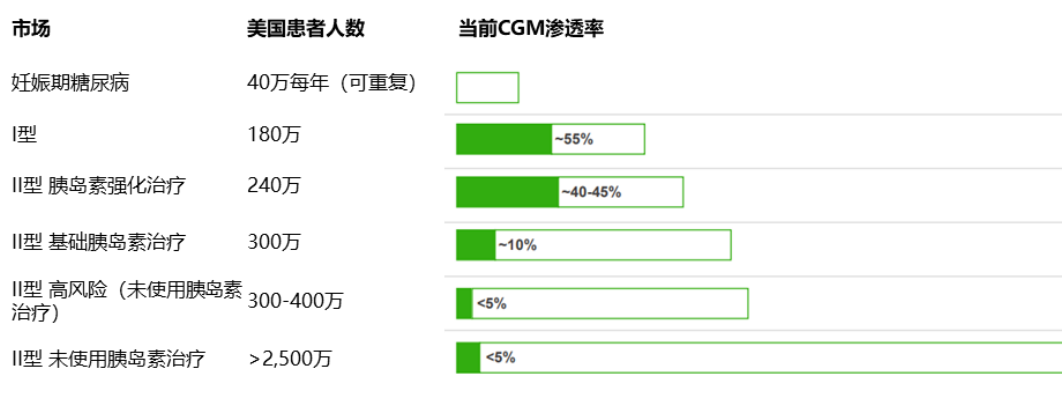
资料来源: 智研咨询, 华创证券

美国 CGM 市场空间广阔, 三足鼎立格局下仍有突破空间。根据微泰医疗招股书的数据, 2023 年, 美国 CGM 市场规模约为 50 亿美元, 到 2030 年有望增长至 154 亿美元, 期间 CAGR 为 17%, 美国市场仍处于较快增长期。根据智研咨询的数据, 2020 年全球 CGM 被雅培、德康、美敦力三家美国企业占据, 市占率分别为 46%、34%、20%, 美国市场同样也是被这三家企业主导。根据德康的数据, 目前美国 CGM 市场在多个细分患者人群中渗透率仍然较低, 并且 CGM 市场出现了从医疗应用向大健康消费市场拓展的趋势, 公司在 OTC 端具备品牌渠道优势, 未来 CGM 业务有望随着美国市场的扩容取得突破。

图表 23 美国 CGM 行业规模 (亿美元)



资料来源: 灼识报告、IDF, 转引自微泰医疗招股书, 华创证券

图表 24 美国各细分患者人群的 CGM 渗透率（2023 年）


资料来源：德康官网，华创证券

高性价比和专利保护是美国 CGM 市场竞争的关键。产品质量和使用成本是影响患者选择 CGM 产品的重要因素，所以高性价比的 CGM 产品仍有机会在美国市场有所突破。美国 CGM 市场的另一个关键是专利权保护，雅培与德康自 2006 年起就 CGM 产品展开了激烈的专利诉讼，是医疗器械领域持续时间最长、涉案专利数量最多、涉案金额最多、行业影响力最大的案件之一。公司在美国有丰富的临床注册经验，重视 CGM 专利相关工作，以减少未来可能的专利诉讼风险。

公司或可凭借在美国市场的品牌渠道优势助力国内优秀 CGM 产品出海。除自研 CGM 产品外，公司也可以利用自身在美国的品牌渠道优势及商业化体系，帮助国内优秀 CGM 厂商实现产品出海。近年来，国内涌现了硅基、三诺、鱼跃、微泰医疗等多个 CGM 玩家，但在海外自建渠道打入美国市场难度较大，或可通过与九安医疗的合作，实现产品与渠道的互补，共同达成国产高性价比 CGM 产品的出海。

四、盈利预测及估值

关键假设：

1、iHealth 系列产品：去年 H1 仍有较高的新冠试剂盒政府订单基数，预计今年下半年开始有平稳增长，三联检在今年开始销售，凭借 iHealth 的品牌渠道优势，后续美国周期性的新冠及其他流感爆发将使得公司的呼吸道检测产品有稳定增长，预计 iHealth 系列产品 24-26 年的收入同比分别为-16%、6%、5%。由于三联检的毛利率更高，随着三联检放量，预计 iHealth 系列产品的总体毛利率将逐渐提升，24-26 年分别为 77%、79%、81%。

2、互联网医疗产品及服务：基于多年对互联网医疗探索的积累，公司将加速推动糖尿病诊疗照护“O+O”新模式的落地。预计 24-26 年该业务营收同比分别为 100%、33%、50%。

3、其他业务：考虑到公司 24 年中报数据和未来发展战略，我们预计 ODM/OEM 产品 24-26 年营收同比分别为 7%、15%、15%，传统自主品牌产品 24-26 年营收同比分别为-50%、5%、6%，新零售业务 24-26 年营收同比分别为 180%、0%、2%。

图表 25 九安医疗收入预测

单位：亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入	23.97	263.15	32.31	27.96	29.96	32.08
yoy	19%	998%	-88%	-13%	7%	7%
毛利额	15.22	209.48	20.55	19.93	21.80	23.73
毛利率	63%	80%	63.6%	71%	73%	74%
iHealth 系列产品	18.60	259.69	29.12	24.52	26.02	27.35
yoy	35%	1296%	-89%	-16%	6%	5%
毛利率	73%	80%	67%	77%	79%	81%
ODM/OEM 产品	2.97	1.91	1.38	1.48	1.70	1.95
yoy	39%	-36%	-28%	7%	15%	15%
毛利率	21%	22%	27%	28%	28%	28%
互联网医疗产品及服务	0.41	0.24	0.37	0.74	0.99	1.48
yoy	-25%	-41%	54%	100%	33%	50%
毛利率	75%	69%	35%	50%	50%	50%
传统自主品牌产品	0.74	0.48	0.49	0.25	0.26	0.27
yoy	14%	-35%	2%	-50%	5%	6%
毛利率	48%	46%	48%	48%	48%	48%
新零售业务	0.62	0.32	0.22	0.62	0.62	0.63
yoy	-55%	-48%	-31%	180%	0%	2%
毛利率	19%	1%	1%	10%	10%	10%
其他	0.63	0.51	0.73	0.37	0.38	0.40
yoy	-47%	-19%	43%	-50%	5%	5%
毛利率	49%	19%	23%	25%	25%	25%

资料来源：Wind，华创证券预测

分部估值：目前公司的利润主要来源于主营产品销售收入和资产管理收益，2024Q1-3 公

司归母净利润为 13.7 亿元，而公允价值变动与投资净收益之和达到了 11.4 亿元。因此我们采取分部估值法对公司的主营医疗业务和资产管理及投资业务进行分开估值。

1) 主营医疗业务: 假设 $\text{归母净利润} \times [1 - (\text{公允价值变动} + \text{投资净收益}) / \text{营业利润}] \approx \text{主营医疗业务净利润}$ ，计算得到 24-26 年主营医疗业务净利润分别为 7.08、8.80、9.94 亿元，25-26 年分别同比增长 24%、13%。选取同样以呼吸道感染检测为主营业务的万孚生物、英诺特、圣湘生物作为可比公司，2025 年平均 PE 为 18X，由于公司还有部分毛利率较低的 iHealth 血压计等产品、ODM/OEM 业务、传统自主品牌产品等，我们给予公司主营医疗业务 2025 年 13X PE，则对应目标市值为 $8.80 \times 13 = 114$ 亿元。

图表 26 九安医疗主营医疗业务可比公司估值

公司名称	股票代码	EPS				P/E			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
万孚生物	300482.SZ	1.1	1.3	1.7	2.1	24.9x	19.8x	15.6x	12.6x
英诺特	688253.SH	1.3	2.8	3.8	5.0	33.7x	14.4x	10.6x	8.1x
圣湘生物	688289.SH	0.6	0.6	0.8	1.1	36.8x	43.5x	30.6x	22.9x
行业平均						31.8x	25.0x	18.3x	14.1x

资料来源: Wind, 华创证券 (截至 2024/11/15 收盘)

2) 资产管理及投资业务: 对于资产管理及投资业务部分，我们以最新的 24 年三季度中涉及该业务的资产之和作为该部分对应的合理市值，出于流动性考虑，对于其中的非流动资产给予 0.9 倍的折扣，计算得到资产管理及投资业务对应的合理市值为 191 亿元。

图表 27 资管及投资业务对应市值计算

资管及投资主要涉及项目	24 年三季度金额 (亿元)	系数	对应市值 (亿元)
交易性金融资产	76.47	1.0	76.47
一年内到期的非流动资产	30.70	1.0	30.70
债权投资	22.68	0.9	20.41
其他非流动金融资产	70.26	0.9	63.23
总计	—	—	190.82

资料来源: Wind, 华创证券测算

则公司 2025 年目标总市值为 305 亿元，对应目标价为 62 元，截止 2024 年 11 月 15 日收盘，公司股价为 44.5 元，对应涨幅空间为 39%。

五、风险提示

- 1、产品研发、销售进展不及预期：三联检、CGM 等新产品的研发、销售进展不及预期；
- 2、行业竞争加剧：已有产品和三联检、CGM 等新产品的行业玩家都可能增加，导致行业竞争加剧；
- 3、资产管理风险：公司有大量交易性金融资产、债权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产等，可能出现资产管理风险；
- 4、汇率波动风险：公司来自海外的收入和持有的海外资产收益都可能受到汇率波动影响；
- 5、新冠相关收入大幅收缩风险：公司在 2023 年仍有部分收入与新冠疫情相关，未来该部分收入可能会减少。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,461	3,127	5,453	8,688
应收票据	2	3	3	2
应收账款	118	248	278	186
预付账款	14	37	41	27
存货	283	272	279	222
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	9,110	10,913	8,457	8,490
流动资产合计	11,988	14,599	14,512	17,614
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	340	378	377	367
在建工程	1	1	6	6
无形资产	77	96	113	124
其他非流动资产	10,208	10,499	13,499	13,500
非流动资产合计	10,632	10,980	14,001	14,002
资产合计	22,619	25,579	28,512	31,617
短期借款	1,200	2,140	3,080	4,020
应付票据	0	0	0	0
应付账款	104	105	101	84
预收款项	0	0	0	0
合同负债	44	38	41	44
其他应付款	9	9	9	9
一年内到期的非流动负债	64	64	64	64
其他流动负债	95	107	110	120
流动负债合计	1,517	2,464	3,406	4,341
长期借款	295	540	699	817
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	983	983	983	983
非流动负债合计	1,278	1,523	1,682	1,799
负债合计	2,795	3,987	5,088	6,141
归属母公司所有者权益	19,229	20,782	22,383	24,176
少数股东权益	595	810	1,042	1,300
所有者权益合计	19,824	21,592	23,424	25,476
负债和股东权益	22,619	25,579	28,512	31,617

现金流量表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,770	533	720	1,055
现金收益	1,229	1,931	1,987	2,197
存货影响	415	11	-7	58
经营性应收影响	499	-133	-64	139
经营性应付影响	-258	7	2	-5
其他影响	-115	-1,283	-1,198	-1,334
投资活动现金流	-4,186	-2,267	-551	-41
资本支出	-89	-108	-78	-60
股权投资	-2	0	0	0
其他长期资产变化	-4,095	-2,158	-473	19
融资活动现金流	-923	2,399	2,157	2,220
借款增加	1,271	1,185	1,099	1,058
股利及利息支付	-1,187	-282	-255	-284
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-1,007	1,496	1,313	1,446

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,231	2,796	2,996	3,208
营业成本	1,177	803	816	835
税金及附加	45	14	16	20
销售费用	441	403	419	443
管理费用	445	419	419	446
研发费用	278	238	246	257
财务费用	-200	-16	-81	-100
信用减值损失	3	-5	-5	-5
资产减值损失	-310	-10	-10	-10
公允价值变动收益	309	620	535	632
投资收益	561	675	669	691
其他收益	6	6	6	6
营业利润	1,613	2,222	2,356	2,623
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	37	5	5	5
利润总额	1,580	2,221	2,355	2,622
所得税	231	325	344	383
净利润	1,349	1,896	2,010	2,239
少数股东损益	98	199	211	235
归属母公司净利润	1,252	1,697	1,799	2,004
NOPLAT	1,179	1,883	1,942	2,153
EPS(摊薄) (元)	2.55	3.46	3.67	4.08

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-87.7%	-13.5%	7.1%	7.1%
EBIT 增长率	-92.3%	59.7%	3.1%	10.9%
归母净利润增长率	-92.2%	35.6%	6.0%	11.4%
获利能力				
毛利率	63.6%	71.3%	72.8%	74.0%
净利率	41.8%	67.8%	67.1%	69.8%
ROE	6.5%	8.2%	8.0%	8.3%
ROIC	46.0%	56.5%	36.0%	26.9%
偿债能力				
资产负债率	12.4%	15.6%	17.8%	19.4%
债务权益比	12.8%	17.3%	20.6%	23.1%
流动比率	7.9	5.9	4.3	4.1
速动比率	7.7	5.8	4.2	4.0
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转天数	28	24	32	26
应付账款周转天数	64	47	46	40
存货周转天数	150	124	122	108
每股指标(元)				
每股收益	2.55	3.46	3.67	4.08
每股经营现金流	3.61	1.09	1.47	2.15
每股净资产	39.19	42.36	45.62	49.27
估值比率				
P/E	18	13	12	11
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	17	11	10	9

医药组团队介绍

组长、首席分析师：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名。

联席首席分析师：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名团队成员。

医疗器械组组长、高级分析师：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名团队成员。

中药和流通组组长、高级分析师：高初蕾

中国科学院理学博士，曾就职于华泰证券，2023年所在团队获得机构投资者 All China 评比第二名，2024年加入华创证券。

分析师：王宏雨

西安交通大学管理学学士，复旦大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。

分析师：万梦蝶

华中科技大学工学学士，中南财经政法大学金融硕士，医药金融复合背景。2021年加入华创证券研究所。

分析师：朱珂琛

中南财经政法大学金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：张良龙

中国科学技术大学生物科学学士，复旦大学生物化学与分子生物学硕士。2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：陈俊威

西澳大学生物化学与分子生物学学士，悉尼大学会计学和商业分析硕士。2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：段江瑶

帝国理工学院生物科学学士，伦敦大学学院细胞生物学硕士。2024年加入华创证券研究所。

助理研究员：赵建韬

北京大学硕士，2024年加入华创证券，研究方向为中药、流通、药房。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
上海机构销售部	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@hcyjs.com
招莉	销售经理		zhaoli1@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编：100033 传真：010-66500801 会议室：010-66500900	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编：518034 传真：0755-82027731 会议室：0755-82828562	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编：200120 传真：021-20572500 会议室：021-20572522