

分析师： 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209040220

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

专注于家用医疗健康电子产品领域

报告要点

■ 家用医疗电子产品领先的民营企业

公司的主营业务是家用医疗健康电子产品的研发、生产和销售，主要产品包括电子血压计、低频治疗仪和血糖检测产品等。发行后，刘毅先生通过三和公司持有公司 51.6% 股权，是公司的实际控制人。

■ 电子血压计产品持续增长

公司的电子血压计产品为国内外市场的一线产品，是行业内唯一能够与日本及台湾厂商抗衡的中国大陆本土企业。2009 年公司电子血压计出口数量排名升至全球第 3 位。公司未来将重点开拓美国市场，及国内自主品牌的推广。

■ 血糖检测产品是新的增长点

糖尿病是常见的慢性病，最新数据统计中国糖尿病患者已达 9200 万人。全球血糖测试产品市场前景较好，就国内市场看，竞争比较激烈，外资品牌具有先发优势，市场占有率高。公司 2009 年底开始向市场投放电子血糖仪产品，依托业已形成的市场渠道，预计公司相关产品能够比较快速地打开市场，成为公司新的增长点。

■ 募投项目提高综合竞争力

计划募集资金 2.36 亿元，投向“家用医疗健康电子产品研发生产基地”的建设。新产品的研发和推广是公司未来的主攻方向，募投项目自产部分核心部件，有助于提高公司的综合竞争力。

■ 给予 35-40 倍估值，建议询价区间在 16.5 元至 18.8 元

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.47 元、0.64 元和 0.91 元，公司在家用医疗器械领域优势明显，血糖检测产品是新的增长点，按照 2010 年 35-40 倍市盈率，建议询价区间在 16.5 元至 18.8 元。

投资主题

专注于家用医疗健康电子产品领域

公司是从事家用医疗健康电子产品生产的专业厂家，专注于专业医疗检测家庭化、个人化，专业理疗家庭化，主要业务为以电子血压计、低频治疗仪和血糖检测产品为主的家用医疗保健电子产品的研发、生产和销售。家用医疗保健电子产品市场容量大，随着社会生活水平的提高，需求会较快增长。公司专注于家用医疗健康电子产品领域，外销主要是 ODM 模式，内销将推出自主品牌。

业绩预测及估值

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.47 元、0.64 元和 0.91 元，考虑到公司的血糖检测产品是新的增长点，按照 2010 年 35-40 倍市盈率，建议询价区间在 16.5 元至 18.8 元。

表 1: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2009	2010E	2011E	2012E
业务收入	313	385	493	658
净利润	39.0	58.1	79.3	113.0
EPS (元/股)	0.32	0.47	0.64	0.91

资料来源: 长江证券研究部

风险提示

- 1、汇率风险:** 公司以外币结算的出口销售收入占比高，汇率的大幅波动会对公司的经营产生影响；
- 2、市场拓展低于预期的风险:** 募投项目达产后，公司家用医疗健康电子产品产能大幅增加，然而如果市场拓展低于预期，会影响到公司业绩的增长。

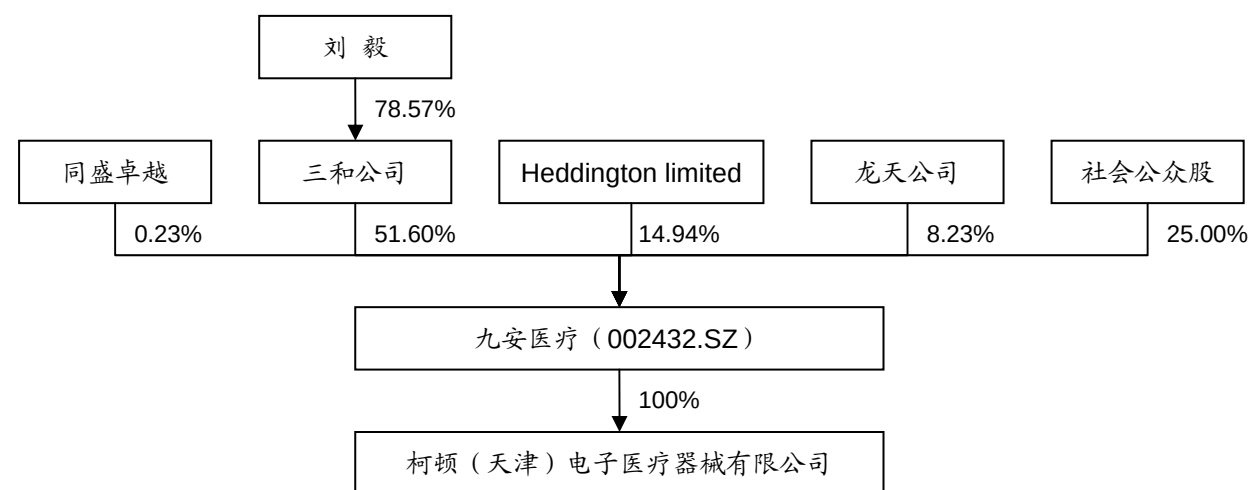
公司背景

公司的前身是成立于 1995 年 8 月的柯顿（天津）电工电器有限公司，2007 年 11 月变更设立为天津九安医疗电子股份有限公司。

公司的主营业务是家用医疗健康电子产品的研发、生产和销售，包括电子血压计、血糖仪等家用生理参数测试仪器，以及低频治疗仪、多路低频治疗仪等家庭用保健器械等产品。

刘毅是三和公司的控股股东，发行后，通过三和公司持有公司 51.6% 的股权，是公司的实际控制人。

图 1: 发行后，股权结构



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

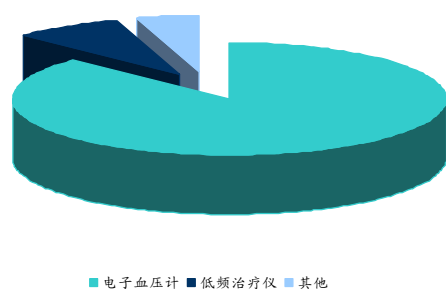
公司的主要收入来源是电子血压计，2009 年销售额达到 2.73 亿元，主营占比达 87.2%。

表 2: 公司主要产品及用途

品名	用途
电子血压计	无需专业知识，不使用听诊器，测量血压
低频治疗仪	通过发射低频脉冲电流达到理疗的效果
电子血糖仪	测量血糖浓度

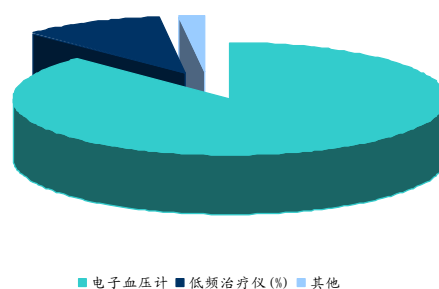
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 2：2009 年公司收入构成情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

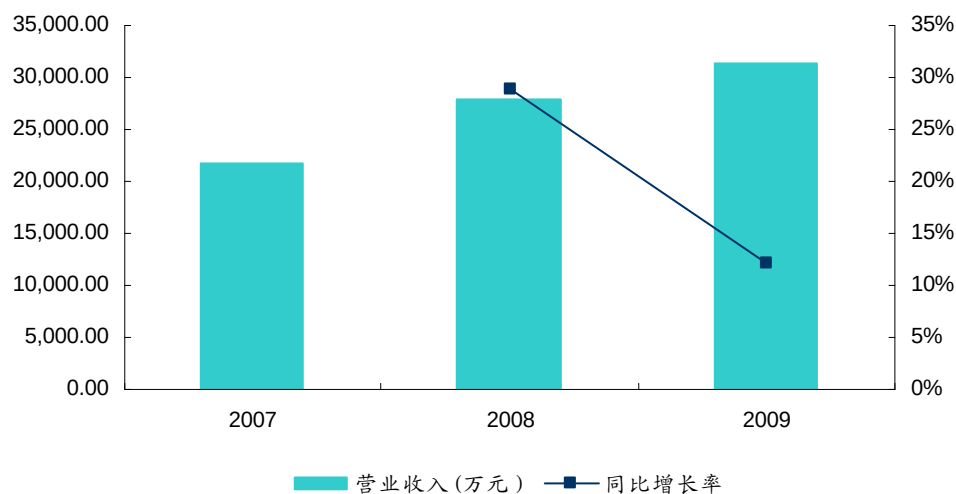
图 3：2009 年公司毛利构成情况



资料来源：Wind，长江证券研究部

2007-2009 年，公司主营收入平稳增长，2009 年主营收入达到 3.13 亿元。

图 4：2007-2009 年主营收入平稳增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司经营分析

电子血压计销售持续增长

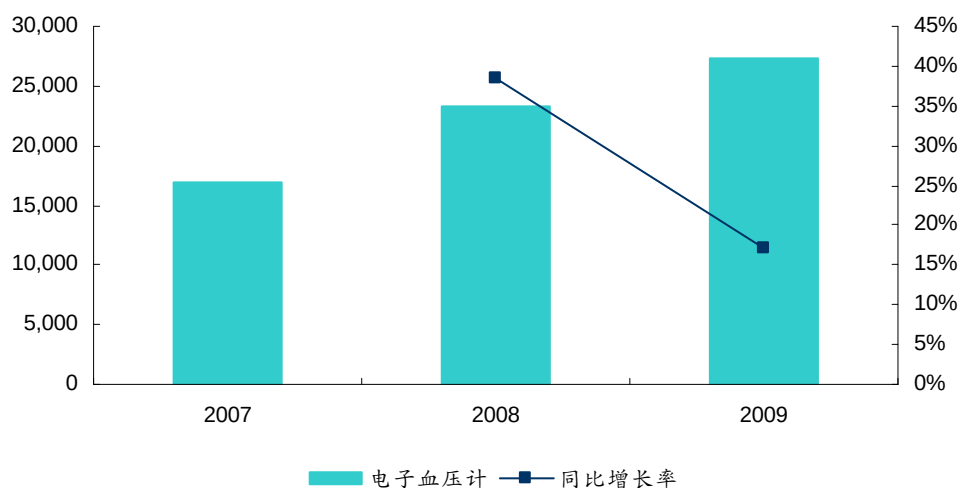
全球家用电子血压计产量90%以上集中在中国大陆，公司产品最主要出口地欧洲和美国均没有当地的生产商。公司在电子血压计产品国际市场上的主要竞争对手为日本欧姆龙、台湾优盛、日本爱安德、台湾合世、台湾百略，在国内市场的主要竞争对手为日本欧姆龙。2009年，公司的市场份额排名为第三位。

表 3: 电子血压计行业竞争情况

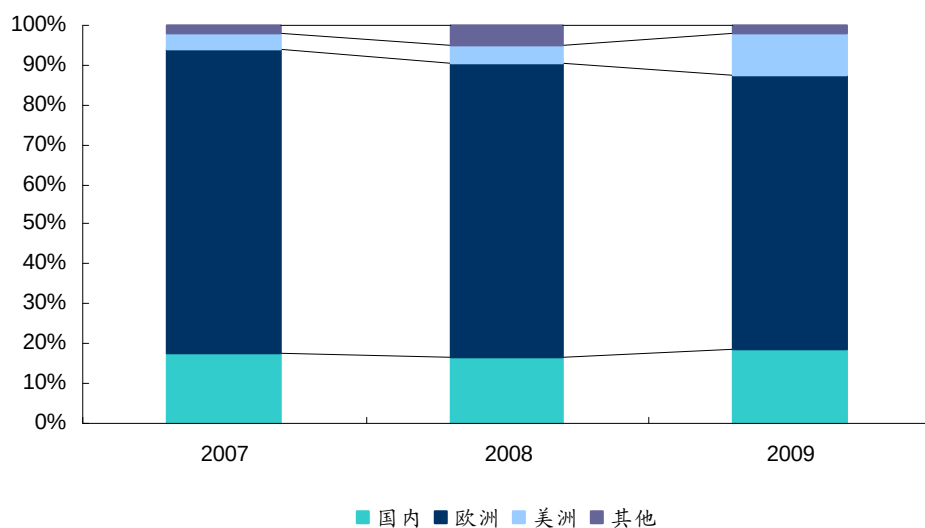
厂商	2009 年排名	品牌	主产地
日本欧姆龙	1	欧姆龙	大连
日本爱安德	2	爱安德 (A&D)	深圳
天津九安	3	九安、Andon	天津
台湾百略	4	Microlife	深圳
台湾合世	5	瑞康	苏州
台湾优盛	6	脉博士	上海

资料来源: 招股说明书

2007-2009 年, 公司电子血压计产品销售增长较快, 年复合增长率为 27.3%, 2009 年销售额达到 2.73 亿元。

图 5: 2007-2009 年电子血压计销售情况 (万元)


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 2007-2009 年公司产品销售区域占比变化


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

2007-2009 年，公司在欧洲销售占比逐步下降，2009 年占比约 69%；同时，公司国内销售占比不断上升，2009 年达到 18.5%。2009 年，美洲地区也成为公司重要收入来源，占比达 10.8%。

据 Frost & Sullivan 预测，2007 年至 2010 年，美国电子血压计市场的年均需求量为 1040 万台，而中国市场是增长潜力最大的市场。

公司计划进一步拓展电子血压计市场，下一步的重点是美国市场和国内市场的开拓。

血糖检测产品是新的增长点

2010 年 3 月 25 日，世界权威医学杂志《新英格兰医学杂志》（The New England Journal of Medicine）发表中华医学会糖尿病学分会“中国糖尿病和代谢综合征研究组”关于我国糖尿病患病率调查的结果。该调查显示，我国 20 岁以上人群中男性和女性糖尿病的患病率已分别达 10.6% 和 8.8%，总体患病率已达 9.7%，同期糖尿病前期的患病率高达 15.5%。根据这次调查结果所做出的推算显示我国总糖尿病患病人数达 9200 万人以上，糖尿病前期人数高达 1.48 亿以上。

在糖尿病人数大幅增加的背景下，血糖检测产品的市场潜力巨大。据估计，全球市场容量大约在 150 亿美元。中国血糖检测市场竞争比较激烈，目前强生、雅培和罗氏等外资品牌市场占有率较高，国产品牌怡成比较突出，市场占有率达到了 15%，是公司的主要竞争对手。2010 年 4 月，怡成还获得了红杉资本 7000 万美元的风投。

表 4：中国血糖检测领域的市场竞争情况

厂商	中国市场占有率	产品系列	类型
强生	30%	One Touch 血糖仪	外资品牌
罗氏	20%	Glucotrend 系列血糖仪	外资品牌
雅培	7.5%	Precision QID	外资品牌
怡成	15%	超越 JPS、5D 等系列	国内品牌

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2009 年年末，公司的血糖仪及血糖试片已开始销售。公司血糖检测产品的盈利模式主要是国外 ODM 和国内自主品牌推广，预计凭借电子血压计形成的业务平台，公司血糖检测产品能够比较快速地打开市场，形成新的利润增长点。

募投项目提升综合竞争力

公司本次募集资金拟运用于“家用医疗健康电子产品研发生产基地”项目中的部分建设内容，提高公司的综合竞争力。

随着生产规模的扩大，公司将利用募投项目自产部分核心部件，以进一步降低成本，保持产品的价格优势。

表 5：募投项目情况

投资项目	建设内容	投资额	募集资金投入（万元）
家庭医疗健康电子产品研发基地	建筑工程	11,937	9,552
	充放气总成车间设备采购	566	566
	生化试片车间设备采购	494	494
	电子血压计生产车间	150	150
	血糖仪生产车间	400	400
	低频治疗仪及综合医电产品生产	360	360
	生产车间	271	271
	综合电气检测实验室	271	271
	自动化仓库	1,425	1,425

家用医疗健康电子产品研发中心	3,495	3,495
线路板焊装车间设备采购	3,764	-
传感器封装车间设备采购	2,970	-
铺底流动资金及工程建设其他费用、预备费	7,201	6,897
总计	33,033	23,610

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测

核心假设

- 1、电子血糖仪 2010 年投放市场，市场拓展顺利；
- 2、电子血压计在美国市场及国内市场份额提高。

表 6：分产品销售假设

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电子血压计	收入	16861.6	23334.5	27308.1	33315.9	39979.0	48774.4
	增长率		38.39%	17.03%	22.00%	20.00%	22.00%
	毛利率	32.05%	28.32%	33.78%	35.00%	35.00%	35.00%
低频治疗仪	收入	3782.9	3559.4	2550.7	2678.25	2758.59	2841.35
	增长率		-5.91%	-28.34%	5.00%	3.00%	3.00%
	毛利率	56.30%	42.76%	43.89%	43.00%	43.00%	43.00%
血糖检测产品	收入				1000.0	5000.0	12500.0
	增长率					400.00%	150.00%
	毛利率				55.00%	50.00%	50.00%
其他业务收入	收入	1049.7	1056.6	1457.0	1529.9	1606.4	1686.7
	增长率		0.66%	37.89%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	24.61%	30.68%	13.85%	15.00%	15.00%	15.00%
总计		21694.20	27950.50	31315.81	38523.98	49343.99	65802.46
	增长率		28.84%	12.04%	23.02%	28.09%	33.35%
	综合毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	35.28%	36.32%	37.68%

资料来源：长江证券研究部

根据上述假设，预计 2010-2012 年，公司主营业务增速分别为 23.0%、28.1%和 33.4%，综合毛利率分别为 35.3%、36.3%和 37.7%。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	313	385	493	658	货币资金	19	555	528	623
营业成本	208	249	314	410	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	105	136	179	248	应收账款	72	88	113	150
% 营业收入	33.7%	35.3%	36.3%	37.7%	存货	45	55	69	90
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	2	3	4	5
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	18	31	39	53	流动资产合计	138	700	713	867
% 营业收入	5.6%	8.0%	8.0%	8.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	42	39	49	66	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.4%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	-1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	固定资产合计	63	150	223	194
资产减值损失	1	0	0	1	无形资产	35	33	31	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	44	67	92	131	其他非流动资产	1	1	1	1
% 营业收入	14.1%	17.5%	18.6%	19.9%	资产总计	238	885	970	1092
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	45	67	92	131	应付款项	43	51	64	83
% 营业收入	14.4%	17.5%	18.6%	19.9%	预收账款	3	4	5	7
所得税费用	6	9	13	18	应付职工薪酬	9	11	14	18
净利润	39	58	79	113	应交税费	4	1	2	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	1	1	2
的净利润	39.0	58.1	79.3	113.0	流动负债合计	59	68	86	112
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.31	0.47	0.64	0.91	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	43	53	84	116	负债合计	59	68	86	112
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	178	817	884	980
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	178	817	884	980
固定资产投资	-54	-99	-100	-7	负债及股东权益	238	885	970	1092
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-54	-99	-100	-7		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.315	0.469	0.640	0.912
股权融资	0	589	0	0	BVPS	1.92	8.78	9.51	10.54
银行贷款增加 (减少)	0	0	0	0	PE	60.35	40.55	29.70	20.84
筹资成本	0	-8	-10	-15	PEG	1.42	0.95	0.70	0.49
其他	0	0	0	0	PB	9.91	2.16	2.00	1.80
筹资活动现金流净额	0	581	-10	-15	EV/EBITDA	48.12	22.33	15.46	10.39
现金净流量	-12	535	-27	94	ROE	21.9%	7.1%	9.0%	11.5%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。