



九安医疗

家用医疗健康电子产品领先企业

2010-5-19

公司深度研究

定价区间

17.05-19.60 元

发行资料

发行前股本（万股）	9,300
发行数量（万股）	3,100
发行后股本（万股）	12,400
社会公众股占比	25%
询价截止日	2010.5.26

研究员 刘昕

010-83561218

liux@xsdzq.cn

投资要点

- 九安医疗是家用医疗健康电子产品的综合供应商，长期致力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，以及低频治疗仪等家庭用保健器械的研发、生产和销售。
- 随着人们生活水平不断提高，保健意识逐步增强，一些有着预防、诊断和治疗功能的小型家用医疗器械越来越受到市场欢迎。近年来，全球电子血压计市场以年均 10-15% 的速度成长，来自中国等新兴市场的未来电子血压计市场增长的主要动力。
- 公司已形成集快速研发能力、大规模生产及质量控制体系、不断拓展的营销网络、多年形成的企业品牌及产品品牌等为一体的家用医疗健康电子产品业务平台，在成本、新产品推出、国内市场推广方面具备很强的竞争优势。
- 目前全球血糖测试产品市场容量为 150 亿美元，市场容量和市场成熟度都很高。公司已推出的血糖测试产品的技术水平处于市场领先地位，且较国际知名品牌的产品有较大的价格优势。我们认为，依托公司的综合业务平台，公司的血糖测试产品有望迅速形成规模，成为公司新的利润增长点。
- 本次公开发行募集资金将投入“家用医疗健康电子产品研发生产基地”项目，投资金额约 23,610 万元。公司将通过实施募投项目达到丰富产品结构、扩大现有产能、贯通产业链、提升研发能力等目的。
- 按照发行后总股本，我们预计 2010-2012 年摊薄后的 EPS 为 0.49，0.72 和 1.01 元，综合相对估值法和绝对估值法，我们认为公司的合理价值应该在 17.05-19.60 元之间，对应的 2009 年静态市盈率为 55-63 倍，2010 年动态市盈率为 35-40 倍。

财务数据

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	27,950.51	31,315.81	38,382	50,859	67,584
增长率（%）	28.84%	12.04%	22.57%	32.51%	32.89%
归属母公司净利润（万元）	3,130.45	3,904.06	6,131	8,959	12,467
增长率（%）	-28.70%	24.71%	57.05%	46.12%	39.16%
发行后股本摊薄每股收益（元）	0.25	0.31	0.49	0.72	1.01

目 录

1 公司概况	4
1.1 公司股权及组织结构.....	4
1.2 家用医疗健康电子产品领先企业.....	5
1.3 募集资金投向.....	6
2 家用医疗器械行业发展形势分析.....	7
2.1 家用医疗器械行业简介.....	7
2.2 家用医疗器械行业未来成长空间广阔.....	7
2.3 电子血压计市场前景分析.....	8
3 公司业务概况及竞争优势分析.....	12
3.1 公司业务概况.....	12
3.2 公司的竞争优势.....	16
一、快速研发优势.....	16
二、市场推广优势.....	16
三、成本优势	16
四、新产品推出优势.....	17
4 募集资金项目分析	18
4.1 电子血压计继续做强做大——重点拓展国内和美国市场.....	19
4.2 血糖测试产品是未来强劲的增长点.....	21
5 盈利预测和估值	24
5.1 盈利预测.....	24
5.2 相对估值比较.....	25
5.3 绝对估值.....	27
5.4 合理估值区间.....	28
6 风险提示	28

图 表 目 录

图表 1：公司主要产品及用途.....	4
图表 2：公司股权结构图.....	5
图表 3：发行前后公司股本结构比较.....	5
图表 4：家用医疗器械主要产品（粗线为九安医疗产品）.....	7
图表 5：电子血压计工作原理.....	9
图表 6：2006 年全球血压计区域销售结构图.....	10
图表 7：公司收入构成.....	12
图表 8：分产品收入变化.....	12
图表 9：收入区域构成.....	13
图表 10：业绩增长情况.....	13
图表 11：毛利率变化情况.....	13
图表 12：汇率变动对毛利率影响分析.....	14
图表 13：分区域销售收入及毛利率变动情况.....	15
图表 14：公司全球竞争对手简要情况.....	15
图表 15：募集资金项目列表.....	18
图表 16：募投项目产能实现计划.....	19
图表 17：主要产品产销率及产能利用率情况.....	20
图表 18：血糖仪市场主要竞争者.....	22
图表 19：血糖仪技术发展阶段及中国市场主要厂商采用技术情况.....	23
图表 20：分产品收入及毛利率预测.....	24
图表 21：可比公司估值比较.....	25
图表 22：2010 年中小板企业发行市盈率（按发行后股本摊薄）.....	25
图表 23：绝对估值假设条件.....	28
图表 24：敏感性分析.....	28

1 公司概况

九安医疗，前身为柯顿（天津）电工电器有限公司，成立于 1995 年 8 月 22 日。2007 年 12 月 27 日，公司整体变更为天津九安医疗电子股份有限公司。公司是家用医疗健康电子产品的综合供应商，长期致力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，以及低频治疗仪等家庭用保健器械的研发、生产和销售。

图表 1：公司主要产品及用途

产品类别	特 性
 电子血压计	无需专业知识，不使用听诊器，方便快捷自测血压
 低频治疗仪	通过发射低频脉冲电流达到理疗的效果
 血糖仪	酶与葡萄糖反应产生的电子再运用电流记数设施，读取电子的数量，再转化成葡萄糖浓度读数。

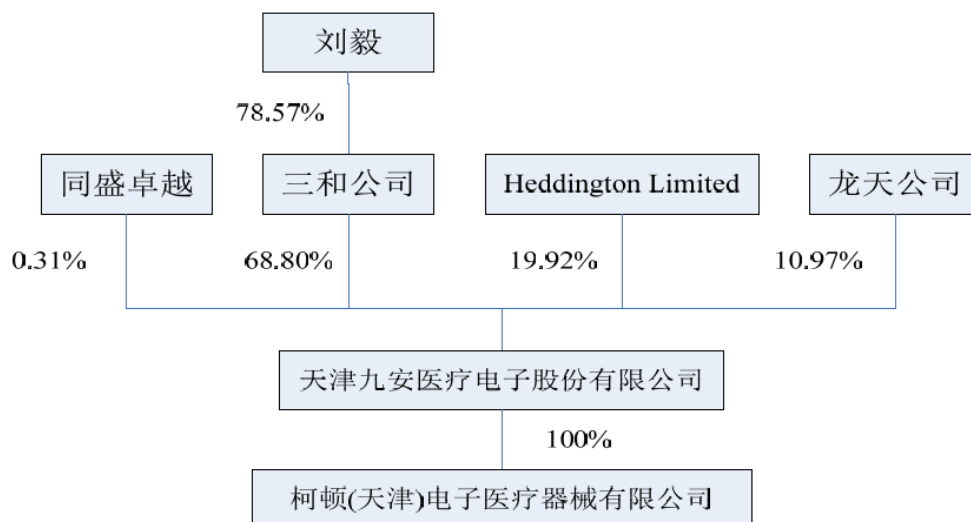
资料来源：公司招股说明书

1.1 公司股权及组织结构

公司本次发行前总股本为 9,300 万股，其中控股股东三和公司持有公司股份 6,398.59 万股，占公司发行前总股本的 68.80%。本公司董事长刘毅为三和公司控股股东，持有三和公司 78.57%的股权，从而间接

持有公司股份 5,027.67 万股，占本次发行前公司总股本的 54.06%，系公司实际控制人。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书

图表 3：发行前后股本结构比较

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构		锁定限制及期限
	股数(万股)	比例 (%)	股数(万股)	比例 (%)	
三和公司	6,398.59	68.80	6,398.59	51.60	自上市之日起锁定 36 个月
Heddington Limited	1,852.37	19.92	1,852.37	14.94	自上市之日起锁定 36 个月
龙天公司	1,020.21	10.97	1,020.21	8.23	自上市之日起锁定 12 个月
同盛卓越	28.83	0.31	28.83	0.23	自上市之日起锁定 12 个月
本次发行	-	-	3,100.00	25.00	
总计	9,300.00	100.00	12,400.00	100.00	

资料来源：公司招股说明书

1.2 家用医疗健康电子产品领先企业

经过近 15 年的发展，公司已成为全球家用医疗健康电子产品行业的主流企业。目前公司电子血压计产品为国内外市场的一线产品，打破了日本及台湾厂商的行业垄断格局，成为行业内唯一能够与其抗衡的中国大陆本土企业。根据中国海关统计数据，公司 2009 年电子血压计出

口数量排名升至全球第 3 位，出口金额排名升至全球第 4 位；家用医疗健康电子产品出口金额排名升至第 3 位，在中国大陆本土企业中排名第一，已经成长为家用医疗健康电子产品行业的领先企业。

1.3 募集资金投向

本次公开发行募集资金将投入“家用医疗健康电子产品研发生产基地”项目，投资金额约 23,610 万元。公司主要通过该募投项目达到丰富产品结构、扩大现有产能、贯通产业链、提升研发能力等目的。

2 家用医疗器械行业发展形势分析

家用医疗器械行业是近 10 年发展起来的一个新兴领域，美国《财富》杂志将家庭医疗器械列为未来 10 年增长最快的十大行业之首。

随着近年人们生活水平不断提高，保健意识越来越强，一些有着预防、诊断和治疗功能的小型家用医疗器械越来越受到市场的欢迎。家用医疗器械正逐步像电视、电冰箱、洗衣机等家用电器一样普及到每一个家庭。

2.1 家用医疗器械行业简介

家用医疗器械，相对于专用医疗器械，是指适合家庭或个人购买和使用的医疗器械，后者特指医疗机构专用的医疗器械。按照使用形式，家用医疗器械可分为无源和有源两类；按照使用用途，可分为诊断监测类、治疗器具类、保健康复类等。目前，家用医疗器械品种繁多，但血压计和血糖仪是群众接受程度、持有率最高的两个产品。

图表 4：家用医疗器械主要产品（粗线为九安医疗产品）

诊断检测类	治疗器具类	保健康复类
血压计	腰椎治疗仪	制氧机
血糖仪	颈椎牵引器	健眼仪
电子体温计	雾化器	轮椅、代步车
胎心仪	呼吸机	康复训练器
血氧仪	低频治疗仪	针灸火罐
...	...	...

资料来源：新时代证券研究中心整理

国内外知名的电子血压计品牌有：欧姆龙、爱安德、Microlife、脉博士等；血糖仪品牌有：强生、罗氏、拜耳、雅培、怡成、三诺等。

2.2 家用医疗器械行业未来成长空间广阔

我国医疗器械工业总产值自 20 世纪 90 年代以来一直保持快速增长，年平均增幅一直保持在 12%-15% 的水平。中国医疗器械市场已成

为继美国和日本之后世界第三大市场，2008 年医疗器械市场容量达到 830 亿元，到 2010 年将达到 1200 亿元。其中 2008 年家用医疗器械的市场销售额高达 83 亿元，2009 年达到 105 亿元，预计到 2010 年将达到 130 亿元左右。

近些年来，家用医疗器械行业增长迅速，年复合增长率高达 28%，比医药行业的增速略快，主要有以下几方面原因：

一、人口老龄化。随着全球老年人口比例逐年增加，高血压、糖尿病等患病率持续增长，以及人们保健观念的日益加强，家用医疗器械产品的需求逐年提升。以全球最大的医疗器械市场美国为例，年成长率约 8%；而单就血压计来看，近年来全球市场以年均 10~15% 的速度成长。

二、人们生活水平的提高。随着经济的发展及生活水平的日益提高，人们对个人的身体健康、生活质量也日益重视。家庭的保健支出随着可支配收入的增长而大幅增加。

三、应用的扩展。随着技术的发展及保健意识的提高，专业医疗检测呈现出个人化、家庭化的趋势，一些以前只能在专业医院通过专业设备进行的检测，现在可以在家中由患者自行完成。

2.3 电子血压计市场前景分析

据世界卫生组织估计全球共有 9.7 亿高血压患者，其中发达国家 3.33 亿，发展中国家 6.39 亿。其中 65 岁以上人群高血压患病率高达 60%。为了更好的监测高血压患者及高危人群的日常血压变化，各国卫生组织都极力推广家庭血压自测，以尽早发现病症；方便医生及时了解病情、调整用药；减少并发症带来的危害。

一、常用血压计简介

常用的血压计有水银柱式血压计、电子血压计和气压表式三种。水银柱式血压计测量准确、操作技术要求高，主要在医院、体检中心等专业机构使用，在欧美、日本等国家家用领域已基本属于淘汰品。气压表式精确度较低，且每隔六个月就需与水银柱式血压计进行校准，使用起来操作技术要求高，应用较少。电子血压计作为国际上家用血压计应用

最多的血压计，有着携带方便，测量准确，适用人群广等优点。在中国水银柱式和气压表式血压计在家用领域还有一定数量的使用，现使用比例约为 30%，但随着电子血压计技术的不断发展，测量的准确度不断提高，电子血压计对其它两种血压计的替代趋势明显。

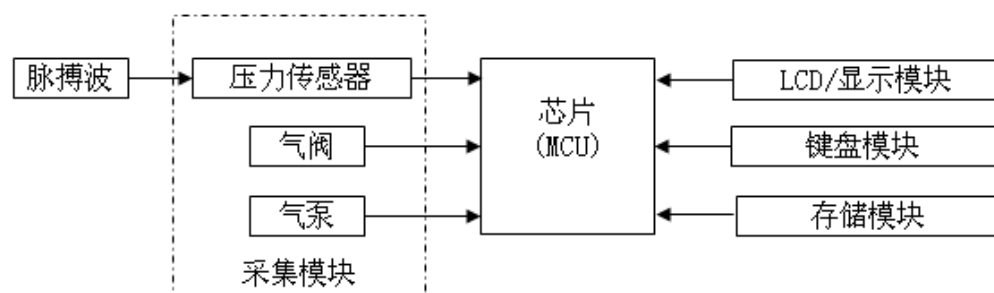
二、电子血压计工作原理简介

电子血压计是利用现代电子技术与血压间接测量原理进行血压测量的医疗设备，目前已成为家庭血压自测的主要工具。

电子血压计按照是否需要手动加压，可分为全自动电子血压计与半自动电子血压计。按测量部位分类，可分为腕式血压计与臂式血压计。对于一些糖尿病、高血脂、高血压等疾病的患者，会加速动脉硬化，引起末梢循环障碍，这部分人群使用腕式血压计测得的血压与实际值差异较大。因此，对于这些患者和老年人更适合选用臂式电子血压计。

电子血压计利用压力、搏动传感器（代替听诊器）识别压力和搏动信号，通过电路放大转换为电信号，再将信号传递到芯片，经过经临床验证过的算法程序处理，最终得出收缩压和舒张压。

图表 5：电子血压计工作原理



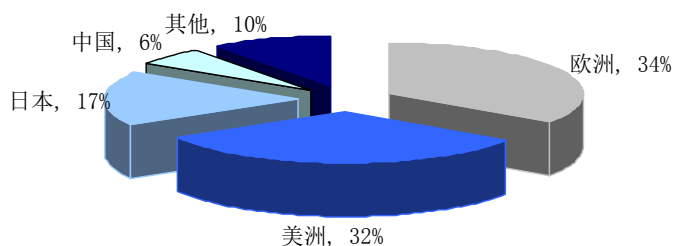
资料来源：新时代证券研究中心整理

三、全球电子血压计市场增长稳定

近年来，全球电子血压计市场以年均 10-15% 的速度成长。预计 2010 年全球电子血压计市场规模将会达到 140 亿。目前电子血压计主要需求地区是经济相对比较发达及以上国家，美国是世界上电子血压计最大的消费市场，日本、德国和荷兰紧随其后。欧美、日本等经济发达地区需求量占全球市场的 70% 以上，而新兴发展国家将是未来电子血压计市

场增长的亮点，有待挖掘开发。

图表 6：2009 年全球血压计区域销售结构图



资料来源：新时代证券研究中心整理

四、中国等新兴市场是未来电子血压计市场的主要增长动力

一个国家血压计需求量大小主要取决于三个方面：一是这个国家的经济发展程度，二是人口基数（特别是高血压患者及老年人的基数），三是血压计市场的开发度、认知度和普及度，其中经济影响因素影响最大，经济不发达地区，家庭医疗器械持有率低。随着中国、印度等发展中国家经济的迅速崛起，政府及国民对健康事业的投入随之加大，诸如血压计一类的家庭医疗器械产品在这些国家有着广阔的市场空间。因此，中国等新兴市场是未来电子血压计市场的主要增长动力。

近些年，随着人们生活水平的不断提高以及医疗保健意识的不断加强，国内血压计市场迅速扩容，年复合增长率达到了 12%，其中电子血压计年复合增长率在 15%。电子血压计占血压计销量的比重逐年攀升，电子血压计对传统血压计的替代趋势明显。

在美国，家庭电子血压计普及率已达到 50%，日本家庭电子血压计普及率达到了 60% 以上，而在中国电子血压计年销售量只有 200 万台左右，普及率极低。目前我国大城市是电子血压计主要的消费市场，中小城市及农村基本上是没有开发的市场。据卫生部统计，目前中国高血压患病人数达 1.6 亿以上，占人口的 12%，现有 60 岁以上老年人口 1.43 亿，占人口的 11%，其中多数患有高血压或血压不稳。仅以我国高血压病人数估算，人均一台电子血压计的话，我国至少将需要 1.6 亿台电

子血压计，即使普及率达到 50%，也拥有 8000 万台的一个巨大的市场规模，有很强的增长潜力。

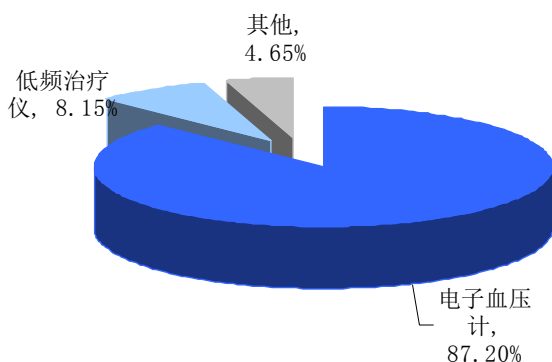
3 公司业务概况及竞争优势分析

3.1 公司业务概况

公司多年来始终致力于家用医疗健康电子产品的生产和销售，主要产品为电子血压计和低频治疗仪，2009 年收入结构中电子血压计占比 87.2%，低频治疗仪占比 8.15%，其他产品占比 4.65%。从销售区域来看，出口业务占据了营业收入的 81.53%，国内销售 18.47%，公司目前的出口业务主要是为国外大型品牌进行 ODM 生产，主要集中在欧洲。

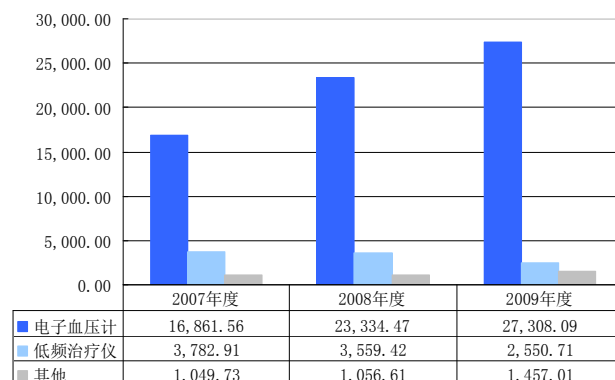
值得注意的是，公司为国外厂商进行的是 ODM 生产，而非 OEM，其中的区别在于 OEM 是由委托方提出产品设计方案，被委托方不得为第三方提供采用该设计的产品；而 ODM 则从设计到生产都由生产方自行完成，在产品成型后由贴牌方买走。生产方是否能为第三方生产同样的产品，取决于贴牌方是否买断该设计方案。也就是说，核心就在于产品知识产权的归属。因此我们认为，这尤其凸显了九安医疗在产品研发和技术方面的优势所在，而不是一味的以低成本取胜。

图表 7：公司收入构成



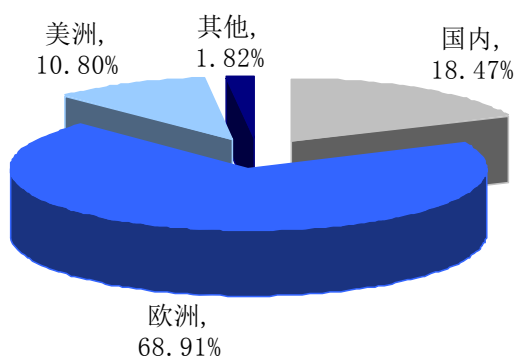
资料来源：公司招股说明书

图表 8：分产品收入变化



资料来源：公司招股说明书

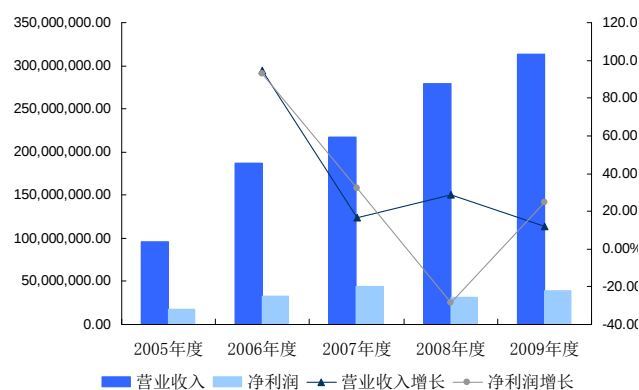
图表 9：收入区域构成



资料来源：公司招股说明书

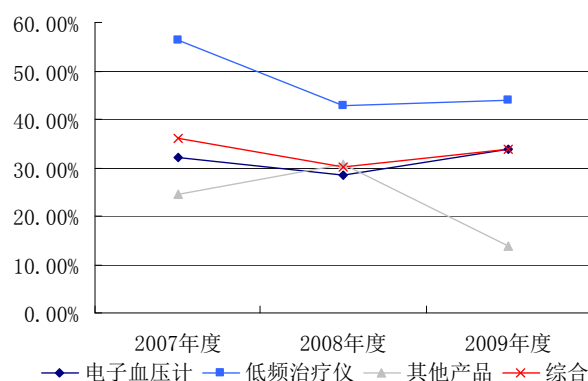
电子血压计产品近年来销售量持续增加，是保证报告期内公司营业收入持续增长的基础。2007 年，依托以电子血压计为基础的家用医疗电子产品综合业务平台，公司在低频治疗仪和其他家用医疗电子产品方面取得突破，2007 年非电子血压计产品的营业收入较 2006 年增长 131.15%，囿于全球经济形势波动，公司更加专注于最主要的产品，2008 年公司非电子血压计产品的营业收入小幅下降 4.48%，2009 年较 2008 年下降 13.18%。

图表 10：业绩增长情况



资料来源：公司招股说明书

图表 11：毛利率变化情况



资料来源：公司招股说明书

在产品结构变化及汇率变动的影响下，公司的综合毛利率在 2007-2009 年出现了一定程度的波动，这也是导致 2008 年净利润同比下滑的主要原因。导致毛利率波动的原因有四：第一，汇率变动，通过模拟计算看出在 2007-2009 年间各期毛利率受汇率变动影响分别约为 1.75

个百分点、3.22 个百分点和 0.04 个百分点；第二，产品销售结构变动，2008 年度公司综合毛利率较 2007 年度下降，其因素之一即为低频治疗仪的销售收入在总体销售中所占比例下降为 12.73%，2009 年其他产品毛利率较 2007 年、2008 年大幅下降，主要由于当期毛利水平较低的产品配件（袖带、腕带及其他更替件）销售金额在全部其他产品销售金额中所占的比例较高，达到 82.77%；第三，产品销售区域变动，2009 年公司的整体毛利率较 2008 年提高 3.43 个百分点，从分区域销售毛利率看，主要是由于出口销售毛利率较 2008 年提高 3.97 个百分点，其中欧洲市场销售毛利率提高 5.17 个百分点，美洲市场毛利率提高 1.15 个百分点，而毛利率较高的美洲市场在收入中的占比大幅提升。公司国内销售的毛利率水平远较出口销售为高，主要由于国外成熟市场竞争较为激烈，在产业链中作为产品提供商，无法享受品牌溢价；在国内这个新兴市场中，公司使用自有品牌进行销售，在最终定价中享受了品牌溢价；第四，营销策略变化，公司为了开拓海外市场采取了普通功能产品低价格赢得客户，新功能、新产品获取高毛利、扩大销售的策略，该策略总体看来产生很大成效，虽然会使毛利率暂时下降，但增大的市场份额和新增的客户会给公司带来更多商业机会，为公司高端产品提供更多销售渠道，进而增强公司的盈利能力。

通过大力拓展国内和美国市场，及推出血糖测试产品、客户定制产品等高毛利率产品，公司未来的毛利率有较大的提高空间，可以更好的抵御汇率变动等不可控因素对毛利率的影响。

图表 12：汇率变动对毛利率影响分析

项目	2007 年度	2008 年度	2009 年度
当年经审计销售收入（万元）	21,694.21	27,950.51	31,315.81
以当年年初汇率计算的模拟销售收入（万元）	22,305.71	29,302.52	31,336.54
当年经审计销售成本（万元）	13,902.15	19,496.08	20,769.81
以当年年初汇率计算的模拟毛利（万元）	8,403.56	9,806.44	10,566.73
以当年年初汇率计算的模拟产品毛利率（%）	37.67	33.47	33.72
实际毛利率（%）	35.92	30.25	33.68

资料来源：公司招股说明书

图表 13：分区域销售收入及毛利率变动情况

项目	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
	销售收入 (万元)	毛利率	销售收入 (万元)	毛利率	销售收入 (万元)	毛利率
国内销售	3,801.54	61.06%	4,671.76	66.25%	5,783.84	63.20%
出口销售	17,892.67	30.58%	23,278.75	23.02%	25,531.97	26.99%
其中：欧洲	16,572.22	31.54%	20,657.31	20.55%	21,580.52	25.72%
美洲	848.44	20.21%	1,242.08	33.28%	3,382.91	34.43%
合计	21,694.21	35.92%	27,950.51	30.25%	31,315.81	33.68%

资料来源：公司招股说明书

目前中国电子血压计生产量占国际市场份额的 90%以上，国内共有生产企业 50 多家，许多都是世界电子血压计生产巨头在中国建立的专业生产基地公司。通过多年在家用医疗健康电子产品领域的潜心经营，公司 2009 年电子血压计出口数量排名升至全球第 3 位，出口金额排名升至全球第 4 位；家用医疗健康电子产品出口金额排名升至第 3 位，在中国大陆本土企业中排名第一。在中国市场，2009 年公司实现年销售电子血压计 32 万台，市场份额超过 15%，排名第 2 位。公司在全球和国内的市场竞争中的最主要竞争对手是日本欧姆龙，该公司在电子血压计及其他相关医疗仪器及器具的出口金额排名中分列第 1、6 位，合计排名第 1 位，在国内的市场中占据 70%以上的份额。

图表 14：公司全球竞争对手简要情况

厂商	2009 年 全球排名	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：公司招股说明书

3.2 公司的竞争优势

在竞争中，公司的核心竞争力主要体现在以下几个方面：

一、快速研发优势

公司与全球范围内的大批家用医疗健康电子产品主流销售商建立了紧密的全方位业务合作关系。公司能够持续、迅速的了解市场的真实信息及产品的研发方向，把握家用医疗健康电子产品最新的需求趋势。公司可以根据市场的需求及需求变动趋势更为准确、及时的确立技术研发、产品开发的方向。公司近 100 人的专业研发团队是电子血压计业内实力最为雄厚的研发队伍。依托高效的研发机制和高素质的研发队伍，公司能够根据市场需求和市场预测快速研发，并快速完成研发成果的转化。目前公司在现有技术平台上客户定制新功能的产品平均研发周期仅为 3 个月；对于带有新开发的基本技术模块的新产品，平均开发周期约为 6 个月。

二、市场推广优势

公司目前已积累了大量境外优质客户，并构建了相对完善的境内营销网络。由于最终用户群体的重合，大多数家用医疗健康电子产品的销售平台可以有效共享。从外销渠道看，公司最主要的客户——主营医疗渠道的客户、主营电子类产品和超市渠道的客户、以及主营电视直销及邮购和礼品、促销品渠道的客户均为综合供应商，其采购的产品包含了电子血压计、低频治疗仪、鼻炎治疗仪、血糖仪等全系列产品；从内销渠道看，家用医疗健康电子产品如电子血压计、血糖仪等均属于二类医疗器械，大部分家用医疗健康电子产品的销售可以直接通过超市、药店、专卖店等一般商业渠道进行，构建销售网络后，可以其为平台实现新产品的迅速推广。

因此，以电子血压计产品为突破口实现客户资源积累及营销网络构建后，公司其它产品能够利用已有的渠道进行销售，这对公司新产品的推广起到极大的推动作用。

三、成本优势

公司成立至今，始终将主业定位于电子血压计及家用医疗健康电子

产品的研发设计、生产和销售，随着多年的持续投入和滚动式增长，目前生产规模已列国际前列，已具备了规模效益。公司在完成募集资金投资项目后，将自行生产部分关键部件，可进一步降低原材料的成本。公司的研发、设计、生产过程完全本土化，较日本及台湾竞争者具有较大的成本优势。

四、新产品推出优势

公司的新产品推出优势综合了上述研发、市场推广及成本方面的优势，是公司竞争力的集中体现。公司在 2007 年至 2009 年推出了以语音电子血压计、低频治疗仪及血糖仪为代表的 5 大类 90 个新产品、新型号，并取得了良好的销售业绩。

4 募集资金项目分析

本次公司募集资金投资项目包括“家用医疗健康电子产品研发生产基地”项目中的五个部分的建设：（1）土建部分，即在天津空港物流加工区工业 04-23-3 地块上建设的公司新厂区；（2）研发能力的增强，建设家用医疗健康电子产品研发中心；（3）现有主要产品产能扩充和新产品产能的形成，包括血压计生产线、低频治疗仪及综合医电产品生产车间、血糖仪生产车间、生化试片车间的建设；（4）部分重要部件的自行生产，即充放气总成生产车间；（5）物流体系的完善，即自动化仓库。募集资金投入 23,610 万元，公司已利用自有资金先期投入 2,385 万元，用于土建工程。

图表 15：募集资金项目列表

投资项目	建设内容	投资额（万元）	募集资金投入（万元）
家用医疗健康电子产品研发生产基地	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车间	360	360
	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
合计		33,033	23,610

资料来源：公司招股说明书

图表 16：募投项目产能实现计划

项目	投产第一年 (2012 年)	投产第二年 (2013 年)
电子血压计	560 万台	800 万台
血糖仪	70 万台	100 万台
血糖试片	5,000 万片	5,000 万片
低频治疗仪及其他	160 万台（件）	200 万台（件）

资料来源：公司招股说明书

4.1 电子血压计继续做强做大——重点拓展国内和美国市场

随着全球老年人口所占比例逐年增加及人们保健观念的日益增强，家用医疗健康电子产品的需求亦逐年提升。公司下一阶段大力拓展的主要市场为国内市场及美国市场。

中国市场是增长潜力最大的市场。根据国家发改委于 2006 年 6 月发布的《医药行业“十一五”发展指导意见》中提供的数据，我国 18 岁以上居民高血压患病率为 18.8%；根据卫生部统计，目前中国高血压患病人数达 1.6 亿，占人口的 12%。然而，在有着众多高血压患者的国家，电子血压计年销售量只有 200 万台左右，普及率极低。由此来看，人口的巨大基数，加上血压计市场的开发度、认知度和普及度尚低，伴随着中国经济的迅速崛起，人民生活质量的提高和健康意识不断加强，该市场将呈现十分广阔的空间。事实证明，近年国内血压计市场迅速扩容，年复合增长率达到了 12%，其中电子血压计年复合增长率更是高达 15%。

公司在国内市场的推广优势具有品牌、促销、渠道、受众群体、广告与媒体推广方面的优势。公司加强直营网络建设的同时，完善省会城市药店、超市和专卖店三种销售渠道，同时在全国地级市开展全面的招商工作，大力推进“九安专卖店”在全国市场的建立和普及。公司加强与超市和药店的紧密的合作关系，并在全国各城市建立专门的售后服务中心，为广大的消费者提供长期健全的售后服务。

美国是目前全球三大区域电子血压计市场之一，占全球总需求量的

30%。据美国医疗器械市场权威研究机构 Frost & Sullivan 撰写的《美国血压监测仪器市场》预测，2007 年至 2010 年，美国电子血压计市场的年均需求量为 1,040 万台。然而目前公司向美国出口仅占公司销售收入的 10%，与美国巨大的需求量并不匹配，原因在于此前公司根据自身实际情况，基于美国和欧洲的市场特点，在营销上采取了“先欧后美”的战略，目前公司在欧洲市场取得了较好的销售业绩，并已开始巩固欧洲市场销售份额的同时逐步进入美国市场。从美国市场的主要竞争者来看，主要包括欧姆龙、A&D（爱安德）、homedics、Mabis、Atico、veridian、Lumiscop 等。2008 年，欧姆龙占据了 40-50% 的市场份额，homedics 占据了 20% 的市场份额，Mabis 占据了 15% 的市场份额，剩余的市场份额由 A&D、Atico、veridian、Lumiscop 及其他品牌分享。除欧姆龙及 A&D 等日本厂商通过在美国设立的分支机构以自有品牌直销，其他品牌均为台湾和大陆厂商通过贴牌方式销售，这就给公司进一步开拓美国市场留下了可能。在美国的血压计市场没有当地的生产商，不存在对本地厂商的贸易保护问题，因此除产品必须取得美国所要求的认证及满足其环保方面的要求外，公司外销基本不受出口目的国进口政策、贸易摩擦的影响。公司目前已经获得美国 FDA 的认证，不存在进入美国市场的认证障碍。公司在美国市场的销售金额 2007 年—2009 年分别为 848 万元、1242 万元及 3382 万元，年均增长率超过 100%。

2009 年公司电子血压计、低频治疗仪这两个主要产品的销售量已达到 393.16 万台，较 2007 年增长 46.73%，其中电子血压计销售量为 363.03 万台，较 2007 年增长 72.95%。目前公司产能利用率已连续两年接近 90%，伴随行业的自然增长以及公司持续的市场开拓，产能将很快成为公司发展的瓶颈，已经不足以支撑未来的业务增长，急需募投项目帮助企业继续快速发展的脚步。

图表 17：主要产品产销率及产能利用率情况

项 目	2007 年度	2008 年度	2009 年度
产能（万台）	328.00	433.00	427.00
产量（万台）	274.73	386.17	378.94
销量（万台）	267.95	367.16	393.16
产销率（%）	97.53	95.08	103.75
产能利用率（%）	83.76	89.18	88.74

资料来源：公司招股说明书

4.2 血糖测试产品是未来强劲的增长点

2010 年 3 月美国麻州医学协会出版的《新英格兰医学杂志》刊登了国际糖尿病联合会的一份医学研究报告，公布了中国最新的糖尿病患者数据，目前中国已有糖尿病患者 9200 万，我国已经取代印度成为全球糖尿病第一大国，调查结果显示，中国每 10 名成年人中，就有一人是糖尿病患者。参与研究的医生指出，随着中国经济快速增长，人们进食越来越多的高卡路里食品，同时又缺乏运动，糖尿病已经成为中国主要的公共健康难题。有关资料还显示，目前我国糖尿病的发病时间有呈青年化的趋势。为了提高人们的生活质量，减轻大众社会福利和医疗保险的支出，人们对个人健康和保健意识必须有全新的理解，应以更加积极的预防和控制处理方式来应付这种慢性病的挑战。调查显示，在沿海和发达地区，患糖尿病的病人中目前只有约 10% 的病人在使用血糖自测仪器或装置。

目前全球糖尿病患者近 3 亿人，血糖测试市场容量为 150 亿美元。国内血糖测试市场尚处于市场培育期，增长迅速。中国糖尿病患者中仅有 1.5%-2% 的患者拥有自己的血糖仪，而欧美国家这个比率高达 90% 以上。如果未来中国 15% 左右的患者要购买血糖仪，这个市场容量就高达百亿元。

经测算，随着我国国民收入的持续增加，使用血糖测试系统进行自测的病人将迅速增加，估计在今后 5-10 年内，使用的百分比将达到或超过 15%，以 9200 万糖尿病人基数计算，使用血糖仪的用户将超过 1,350 万。以中国糖尿病人每周测定二次血糖计算，每人每年约需 100 条血糖试片，1,350 万用户每年使用的血糖试片总数将达 13.5 亿条。

目前中国的血糖测试产品市场较电子血压计市场成熟。中国现有（潜在）的血糖仪使用者按照疾病意识和经济承受能力等综合标准分五个人群。第一类是经济承受能力强，糖尿病知晓程度高，愿意遵从医嘱；第二类是了解血糖测试的重要性，但因为费用限制而对血糖仪持观望态度；第三类是具备一定的经济承受能力，但不了解血糖测试的重要性；第四类是受到费用和知识的双重限制，对信息来源通常也缺乏很好的判断力；第五类是贫穷，对治疗态度相当消极。目前我国糖尿病患者以男性居多，50-80 岁的占糖尿病患者总数的 85.12%，其中 60-80 岁的占 61%，具有高龄、文化程度不高、经济承受能力不强、医疗花费大等特点。患者对血糖测试产品的价格十分敏感，因而价格定位是影响产品销

售表现的重要因素。

国内市场上的各种进口血糖仪产品维持 350 元-1,200 元人民币不等
的价格，国产血糖仪产品的价格在 260 元-650 元人民币不等。进口血糖
试片的价格维持在 3.9 元/片-5.5 元/片，国产血糖试片价格在 2.5 元/片-2.9
元/片的价格。以未来 5-10 年内血糖仪的用户达到 1,350 万，每人每年
耗用 100 条血糖试片（一周两次）计算，每年使用的血糖试片总数将达
13.5 亿条，以国产血糖试片每片最低 2.5 元估算，一年将消耗价值约
33.75 亿元人民币的血糖试片，加上 1,350 万台血糖仪，以国产血糖仪
每台 280 元估算，价值近 37.8 亿元人民币，两者总价值达 71.55 亿元人
民币。再考虑到全国三十多万家各级医疗机构所需的血糖测试系统用品
的消耗，保守估计今后 5 年内中国血糖仪及相关测试用品市场至少将达
到 100 亿元人民币，对于细分行业而言，市场潜力巨大。

目前中国市场上的血糖仪被国外一些著名公司的产品所主导，如罗
氏公司的 Glucotrend 系列血糖仪产品、强生公司的 ONE TOUCH 血糖
仪、拜耳公司的 Ascensia Contour 血糖仪、雅培 (Abbott) 公司的 Precision
QID 等。除上述企业外，国产血糖仪生产厂商有北京怡成、长沙三诺等，
国产血糖仪仅占国内市场的 35%。

图表 18：血糖仪市场主要竞争者

名称	中国市场 占有率	厂商基本情况
强生	30%	1987 年，强生公司 ONE TOUCH 系列血糖仪的研制诞生，成了袖珍血糖仪 发展史上的里程碑。
罗氏	20%	2003 年罗氏公司成功购并世界第二大胰岛素泵生产商瑞士 Disetronic 公司， 使在糖尿病监控领域拥有世界领先技术的罗氏公司诊断部成为糖尿病综合 控制系统设备的最主要供应商，在血糖监测领域已经积累了超过 25 年的经 验，并且一直在市场上处于领导地位
雅培	7.5%	1996 年雅培公司收购了 MediSense 后进入了血糖仪监护市场，而 MediSense 公司是第一家将采用传感器技术进行血糖测试并有产品进入市场的公司。据 雅培公司称，目前全球每天有 250 万人使用 MediSense 的血糖仪
怡成	15%	由北京世安医疗器械有限责任公司生产和经营的怡成血糖仪是我国最早出 现的国产血糖仪。产品荣获国家技术监督局颁发的新产品证书。怡成血糖仪 及试条均价格低廉，适合国人消费，在国产血糖仪中销量第一，其精确度， 稳定性都较好，且试纸费用远低于进口产品的价格

资料来源：公司招股说明书

我们认为，相对于竞争对手，公司的产品具备后发优势：

首先，从技术上来看，公司的产品采用了第五代微采血量血糖仪，该技术使得检测时采血量更小，检测更为方便，与大部分的竞争对手相比，在市场上处于领先地位。

图表 19：血糖仪技术发展阶段及中国市场主要厂商采用技术情况

项 目	阶段	使用方式	主要采用厂家
第一代	水洗式血糖仪	在试纸上滴加血样，1 分钟后用水冲洗以去除红细胞，再将试纸插入机器以读取结果	—
第二代	擦血式血糖仪	在试纸上滴加血样，1 分钟后将试纸上的血细胞擦去，读取结果	—
第三代	比色法血糖仪	在试纸上滴加血样，不需擦血或冲洗，读取结果	稳健捷及稳步（强生） 罗康全（罗氏） 舒泰（雅培） 稳灵（强生）
第四代	电化学法血糖仪	反应时间更短，体积更小，更方便使用	罗康全（罗氏） Glucocard（京都）
第五代	微采血量血糖仪	采血量更小	稳豪（强生） 利舒坦（斯尔森）

资料来源：公司招股说明书

其次，从销售渠道来看，由于家用医疗器械产品销售渠道高度重叠，公司的血糖仪新产品可与公司其他家用医疗器械产品共享销售平台。从外销渠道看，公司最主要的客户——主营医疗渠道的客户、主营电子类产品和超市渠道的客户、以及主营电视直销及邮购和礼品、促销品渠道的客户均为综合供应商，其采购的产品包含了公司全系列产品，因此以单个产品为突破口实现客户资源积累并与客户间形成良好合作关系后，新产品能够利用已有的客户群体迅速实现规模销售。从内销渠道看，由于家用医疗健康电子产品如电子血压计、低频治疗仪、血糖仪、电子体温计等均属于二类医疗器械，目前按照国家规定，没有《医疗器械经营企业许可证》的单位也可经营 7 类 13 个医疗器械产品，其中包含电子血压计、家用血糖仪、电子体温计等，因此大部分家用医疗健康电子产品的销售可以直接通过超市、药店、专卖店等一般商业渠道进行，构建销售网络后，可以其为平台实现新产品的迅速推广。

目前公司已建立了生化产品车间，实现了血糖仪和血糖试片的量产。2009 年年末，公司的血糖仪及血糖试片已开始销售。

5 盈利预测和估值

5.1 盈利预测

预测公司 2010-2012 年的业绩，我们主要基于以下假设：

- 营业收入：伴随公司在电子血压计市场的进一步深入推广，销售量将继续稳步增长，随着募投项目的逐步实施，电子血压计产能将不是限制，增长略快于行业增速，2010 年增长主要来自于美国市场，到 2011-2012 年国内市场逐步放量；血糖仪和血糖试片随着市场开拓，在收入和利润中的占比逐步放大，由于基数较低，将实现高速增长；低频治疗仪及其他产品销量保持平稳。
- 毛利率：经过分析，通过自行生产充放气总成等关键部件及向公司供应商提供更具竞争力的付款条件，公司营业成本有 5% 左右的下降空间。电子血压计产品在国内和美国市场的开拓有助毛利率提升，但汇率影响不可预期，因此综合考虑营业成本下降的影响，仅保守预计该部分毛利率稳中略升。对于血糖仪和血糖试片，预计国外市场的开拓将快于国内市场，而国外市场的毛利率略低于国内市场，因此近三年该部分毛利率呈稳中略降趋势。整体而言，由于血糖仪和血糖试片的大幅放量，同时其毛利率远高于电子血压计，公司近 3 年毛利率将持续提高。
- 三项费用：由于新产品的市场开拓，销售费用率将有一定程度的提升；管理费用率相对稳定；财务费用大幅降低。

图表 20：分产品收入及毛利率预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电子血压计（万元）	16,861.56	23,334.47	27,308.09	33,218	38,532	50,092
增长率		38.39%	17.03%	21.64%	16.00%	30.00%
毛利率	32.05%	28.32%	33.78%	36.00%	36.50%	36.50%
低频治疗仪（万元）	3,782.91	3,559.42	2,550.71	2,635	2,720	2,805
增长率		-5.91%	-28.34%	3.30%	3.23%	3.13%
毛利率	56.30%	42.76%	43.89%	43.89%	43.89%	43.89%
其他产品（万元）	1,049.73	1,056.62	1,457.01	1,529.86	1,606.35	1,686.67
增长率		0.66%	37.89%	5%	5%	5%
毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	33.68%	33.68%	33.68%
血糖产品（万元）	0	0	0	1,000	8,000	13,000

增长率	—	—	—	—	700.00%	62.50%
毛利率	—	—	—	55.00%	52.00%	52.00%
合计	21,694	27,951	31,316	38,382	50,859	67,584
增长率		28.84%	12.04%	22.57%	32.51%	32.89%
毛利率	35.92%	30.25%	34.60%	36.94%	39.24%	39.72%

基于以上假设我们预计 2010-2012 年公司的销售收入为 3.84, 5.09 和 6.76 亿元, 归属母公司所有者的净利润为 0.61, 0.90 和 1.25 亿元, 按照发行后总股本, 摊薄后的 EPS 为 0.49, 0.72 和 1.01 元, 2010-2012 年三年的销售收入复合增长率为 29.22%, 净利润复合增长率为 47.26%。

5.2 相对估值比较

在当前 A 股市场的上市公司中, 鱼跃医疗与公司最为接近, 公司的部分产品也处于家庭医疗器械这个细分领域, 而其他的医疗器械公司也可作为估值的可比公司。

图表 21: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	股价 (5.19)	EPS		PE	
			2009	2010	2009	2010
002223	鱼跃医疗	53.50	0.65	1.00	82.31	53.50
300003	乐普医疗	26.23	0.36	0.50	72.86	52.46
300030	阳普医疗	28.59	0.36	0.54	79.42	52.94
600055	万东医疗	16.17	0.32	0.27	50.53	59.89
600587	新华医疗	16.94	0.31	0.44	54.65	38.50
可比公司平均					67.95	51.46

资料来源: wind 新时代证券研究中心整理

图表 22: 2010 年中小板企业发行市盈率 (按发行后股本摊薄)

代码	公司简称	发行价	发行市盈率 (按发行后股本摊薄)
002329	皇氏乳业	20.10	67.00
002330	得利斯	13.18	50.69
002331	皖通科技	27.00	58.52
002332	仙琚制药	8.20	45.56
002333	罗普斯金	22.00	62.86
002334	英威腾	48.00	78.69
002335	科华恒盛	27.35	52.60
002336	人人乐	26.98	49.05
002337	赛象科技	31.00	51.67
002338	奥普光电	22.00	50.00

002339	积成电子	25.00	60.98
002340	格林美	32.00	78.05
002341	新纶科技	23.00	63.36
002342	巨力索具	24.00	55.81
002343	禾欣股份	31.00	70.45
002344	海宁皮城	20.00	69.33
002345	潮宏基	33.00	79.17
002346	柘中建设	19.90	58.19
002347	泰尔重工	22.50	44.12
002348	高乐股份	21.98	70.90
002349	精华制药	19.80	73.33
002350	北京科锐	24.00	45.28
002351	漫步者	33.50	76.14
002352	鼎泰新材	32.00	65.88
002353	杰瑞股份	59.50	81.78
002354	科冕木业	12.33	56.05
002355	兴民钢圈	14.50	58.00
002356	浩宁达	36.50	63.81
002357	富临运业	14.97	42.29
002358	森源电气	26.00	54.17
002359	齐星铁塔	16.98	54.77
002360	同德化工	23.98	32.85
002361	神剑股份	17.00	36.17
002362	汉王科技	41.90	68.69
002363	隆基机械	18.00	36.00
002364	中恒电气	22.35	37.25
002365	永安药业	31.00	44.56
002366	丹甫股份	15.00	26.68
002367	康力电梯	27.10	42.97
002368	太极股份	29.00	46.58
002369	卓翼科技	22.58	45.43
002370	亚太药业	16.00	39.87
002371	七星电子	33.00	43.24
002372	伟星新材	17.97	34.33
002373	联信永益	28.00	41.83
002374	丽鹏股份	23.80	44.59
002375	亚厦股份	31.86	50.81
002376	新北洋	22.58	39.57
002377	国创高新	19.80	60.36
002378	章源钨业	13.00	47.16
002379	鲁丰股份	33.00	79.40
002380	科远股份	39.00	52.47
002381	双箭股份	32.00	40.86
002382	蓝帆股份	35.00	46.78

002383	合众思壮	37.00	52.89
002384	东山精密	26.00	57.53
002385	大北农	35.00	50.32
002386	天原集团	15.36	35.14
002387	黑牛食品	27.00	53.59
002388	新亚制程	15.00	53.47
002389	南洋科技	30.00	48.47
002390	信邦制药	33.00	61.35
002391	长青股份	51.00	49.89
002392	北京利尔	42.00	58.38
002393	力生制药	45.00	53.14
002394	联发股份	45.00	30.13
002395	双象股份	25.00	53.01
002397	梦洁家纺	51.00	36.26
002398	建研集团	28.00	48.93
002399	海普瑞	148.00	73.19
002400	省广股份	39.80	61.51
002401	交技发展	26.40	51.68
002402	和而泰	35.00	63.98
002403	爱仕达	18.80	53.82
002404	嘉欣丝绸	22.00	45.76
可比公司平均			53.64

资料来源：wind 新时代证券研究中心整理

2009 年九安医疗实现归属母公司净利润 3,904 万元，按发行后的股本摊薄每股收益为 0.31 元。尽管 2010 年公司的业绩提升还会在一定程度上受到产能的制约，但考虑到随着之后募投项目的逐步实施，公司的业绩将大幅提升。结合目前医疗器械上市公司的市盈率以及近期中小板企业的发行市盈率，以及一级市场的发行折价，我们认为给予公司 2009 年 55-63 倍的静态市盈率（按发行后股本摊薄）较为合理，对应的价值区间在 17.05-19.60 元，所对应的 2010 年动态市盈率为 35-40 倍。

5.3 绝对估值

考虑到公司募集资金项目于 2013 年全部建成投产，并且完全满负荷投产需要一定周期，因此我们建立三阶段模型对公司进行自由现金流贴现，其中假设二阶段周期为 8 年，永续增长率为 2%。据此我们得到公司的绝对估值为 21.24 元。

图表 23：绝对估值假设条件

	项目	数值	项目	数值
	永续增长率	2.00%	Ke	9.50%
	β	1.00	税率	15.00%
	Rf	3.75%	Kd	0.00%
	Rm	9.50%	WACC	9.50%

资料来源：新时代证券研究中心整理

图表 24：敏感性分析

		永续增长率 (g)				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	8.00%	24.66	25.75	27.02	28.52	30.32
	8.50%	22.85	23.75	24.78	25.99	27.42
	9.00%	21.28	22.02	22.88	23.86	25.02
	9.50%	19.90	20.52	21.24	22.05	22.99
	10.00%	18.68	19.21	19.81	20.49	21.26
	10.50%	17.60	18.05	18.56	19.13	19.78
	11.00%	16.63	17.02	17.45	17.94	18.48

资料来源：、新时代证券研究中心整理

5.4 合理估值区间

综合相对估值法和绝对估值法，我们认为公司的合理价值应该在 17.05-19.60 元之间，对应的 2009 年静态市盈率（摊薄后）为 55-63 倍，2010 年动态市盈率为 35-40 倍。

6 风险提示

- 1 汇率风险
- 2 全球经济波动风险
- 3 依赖区域性国际市场及主要客户的风险
- 4 产能扩张带来的市场营销风险

盈利预测和主要财务指标									
资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E	利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	138	613	645	747	营业收入	313	384	509	676
货币资金	19	477	468	513	营业成本	208	242	309	407
应收票据	0	0	0	0	营业税金及附加	0	0	0	0
应收账款	59	55	72	96	营业费用	18	28	47	64
预付账款	2	3	4	6	管理费用	42	45	55	67
其他应收款	13	15	20	27	财务费用	1	-4	-8	-8
存货	45	62	79	105	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	99	245	319	366	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	34	59	156	235	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	29	150	128	97	营业利润	44	72	105	147
无形资产	35	34	33	33	营业外收入	1	0	0	0
资产总计	238	857	964	1,113	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	59	59	76	101	利润总额	45	72	105	147
短期借款	0	0	0	0	所得税	6	11	16	22
应付票据	8	5	6	8	净利润	39	61	90	125
应付账款	34	54	68	90	少数股东权益	0	0	0	0
预收账款	3	0	0	0	归属母公司净利润	39	61	90	125
应付职工薪酬	9	0	0	0	EPS（元）	0.31	0.49	0.72	1.01
非流动负债	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
负债合计	59	59	76	101					
股本	93	124	124	124					
资本公积	1	528	528	528					
留存收益	85	146	235	360					
少数股东权益	0	0	0	0					
归属母公司所有者权益	178	798	887	1,012					
负债和股东权益	238	857	964	1113					
现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	39	61	90	125	成长能力				
折旧与摊销	3	5	12	18	营业收入增长率（%）	12.0	22.6	32.5	32.9
经营活动现金流	43	45	69	102	营业利润增长率（%）	24.6	63.1	46.1	39.2
投资活动现金流	-54	-150	-86	-65	净利润增长率（%）	24.7	57.1	46.1	39.2
筹资活动现金流	0	562	8	8	盈利能力				
期初现金余额	32	19	477	468	销售毛利率（%）	33.7	36.9	39.2	39.7
期末现金余额	19	477	468	513	销售净利率（%）	12.5	16.0	17.6	18.4
现金净变动	-12	457	-9	45	ROE（%）	24.6	12.6	10.6	13.1
					资产结构和偿债能力				
					资产负债率（%）	25.0	6.9	7.9	9.1
					流动比率	2.33	10.33	8.44	7.38
					速动比率	1.57	9.28	7.40	6.34
					营运能力				
					总资产周转率（%）	141.3	70.1	55.9	65.1
					应收账款周转率（次）	7.28	6.74	8.00	8.01
					存货周转率（次）	4.03	4.52	4.36	4.42

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为新时代证券研发中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。