

投资评级:

投资评级

上次评级

推荐

首次评级

发行数据:

发行前总股本 (万股)	9,300
本次发行股数 (万股)	3,100
发行后总股本 (万股)	12,400
社会公众股占比	25%

行业相对市场表现:



相关研究:

医药行业研究员

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengqp@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心
26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>

九安医疗：高速成长的家用医疗 电子产品供应商

报告摘要:

- 公司主要从事家用医疗电子产品的生产和销售，主要业务为电子血压计，血糖仪等家用电子测试仪器以及低频治疗仪等家用保健器械。
- 公司的主要产品电子血压计在市场上已经取得一定的竞争地位。目前电子血压计主要在国内和国外两个市场销售。国外市场主要是为国外厂商进行 ODM (Original Design Manufacturer, 原始设计制造商) 业务，该项业务已经成为该公司的主要利润来源，在欧洲市场，尤其是德国市场占有一席之地。
- 公司生产的电子血压计在国内市场的销售已经全面铺开。2009 年，电子血压计的市场份额达到 30%，排名第二。其主要竞争对手是日本欧姆龙。
- 公司正在积极寻找新的利润增长点。血糖测试产品的研发和销售正在积极开展和行动，处于市场开拓阶段。部分产品已在局部市场试销。
- 公司本次募集资金的用途主要用于“家用医疗健康电子产品研发生产基地”项目，通过该项目达到丰富产品线 and 扩大产能等目的。
- 公司目前面临的主要风险是汇率风险和国外经济环境变化的风险，对于国际市场的依赖也为公司的经营带来一定的风险隐患。另外，产品线的单一也为公司进一步成长带来制约。
- 预测公司 2010-2011 的 EPS 分别为 0.50，0.72，1.02。给予 39-42 倍的 PE，根据 2010 年摊薄的 EPS 0.50 计算，合理的价格区间为 19.5-21.00 元。

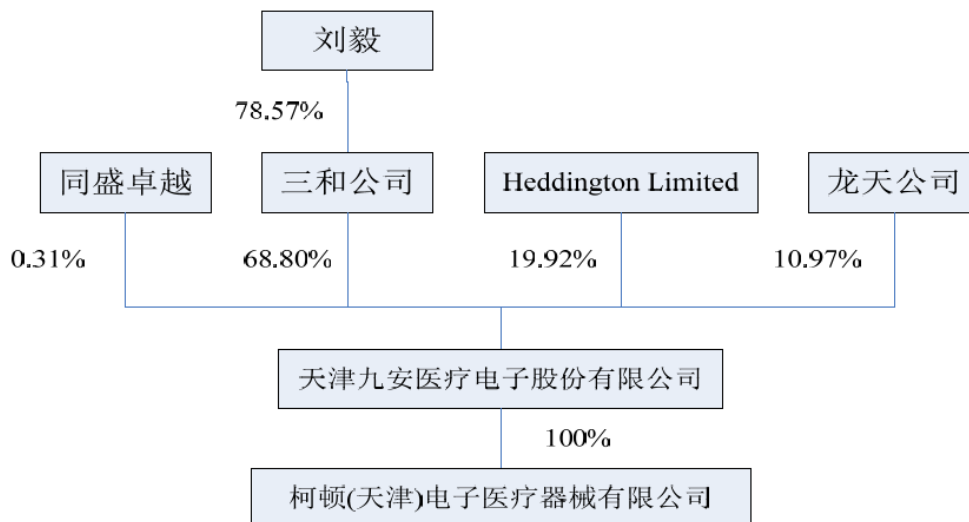
1. 公司基本情况

1.1 公司股权概况

九安医疗，创建于1995年，其前身为柯顿（天津）电工电器有限公司。2007年，公司整体变更为天津九安医疗电子股份有限公司。公司主要以生产家用医疗电子产品为主，主要产品为电子血压计，血糖仪等家用生理参数测试仪器和低频治疗仪等家用保健器械。

公司在本次发行前总股本为9,300万股，本次拟发行3,100万股，上市后总股本为12,400万股，募集资金的目的主要用于“家用医疗健康电子产品研发生产基地”项目，通过该项目达到丰富产品线，扩大产能，提升研发能力等目的。

公司的控股股东为三和公司，占公司发行前总股本的68.80%。九安医疗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，从而间接成为该公司的实际控制人，其股权结构如下：



资料来源：公司招股说明书

1.2 公司行业背景

公司所处医疗器械行业。医疗器械行业被普遍认为是朝阳行业，也是当今发展最快，贸易往来最为活跃的产业之一。尽管 2008 年金融风暴席卷全球，但世界医疗器械市场总体销售情况良好。据欧盟医疗器械委员会发布的数据，2008 年，全球医疗器械市场总销售额约 3360 亿美元，比 2007 年的 3000 亿美元增长了 12%。全球医疗器械产品销售额合计约占国际医药市场总销售额的 50%。这些数据表明，医疗器械产业不仅有着良好的发展势头，同时也摆脱了是医药行业的“配角”地位，成为一个日益壮大、增势强劲的产业。

中国的医疗器械市场的发展同样令人乐观。来源于权威医疗器械市场调研公司 Espscm 的数据预测中国的医疗器械市场到 2011 年整个市场规模将达到 232 亿美元，2006-2011 的复合增长率将为 11.1%。

公司主打产品电子血压计这个子行业也有良好的发展空间。全球电子血压计市场以年均 10-15% 的速度增长，预计 2010 年全球电子血压计市场规模将会达到 140 亿美元。在中国，据估算，未来血压计市场约有 500 亿元人民币的惊人潜力。统计显示，截至 2008 年底，中国 60 岁以上的老年人口已占全国人口的 12%。而我国高血压患者多达 2 亿，而且这个数字还在不断增加，电子血压计市场庞大。

公司正在积极推广的血糖测试产品整个市场容量也不容小觑。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，而中国市场在 2010 年血糖仪市场容量将达到 21 亿元人民币。

另外随着经济的发展，生活水平的提高和消费观念的改变，电子血压计和血糖仪，两种便携式医疗电子器械会逐渐成为家庭常备的一种消费品，产品属性的转变，也

扩大了市场需求。

2 公司经营状况

2.1 公司产品分析

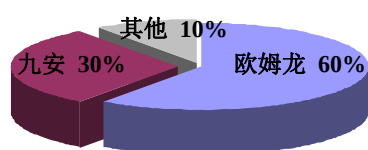
公司目前的经营方式是采用国内国外齐头并进的生产营销模式。对于国外市场，公司主要的业务是为国外厂商进行ODM。其主要客户来源于欧洲，特别是德国市场，其产品在德国市场的市场份额占有率达到40%-50%。2009年，中国海关统计数据显示，其电子血压计出口额位居全国第三。

表1 2009电子血压计出口额排名

厂家	品牌	产地	排名
日本欧姆龙	欧姆龙Omron	大连	1
日本爱安德	爱安德A&D	深圳	2
天津九安	九安 Andon	天津	3
台湾百略	迈克大夫 Microlife	深圳	4
台湾合世	瑞康 H&L	苏州	5
台湾优盛	脉博士	上海	6

在国内，公司着力打造自身九安 Andon品牌，目前市场占有率已跃居第二，仅次于日本品牌欧姆龙Omron。

图 1 电子血压计国内市场情况



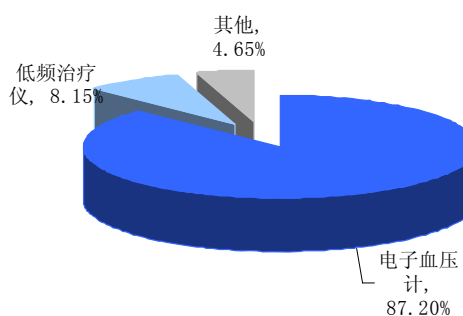
资料来源：德邦证券分析

公司生产的血糖仪于2009年问世，还处于市场开拓阶段，还未形成市场规模和品牌效应。

2.2 公司财务分析

公司的主要营业收入来自于电子血压计的销售。其2009年收入结构中电子血压计占公司总收入的87.2%，远远领先于其他产品的营业收入，是公司业务收入的主要来源。

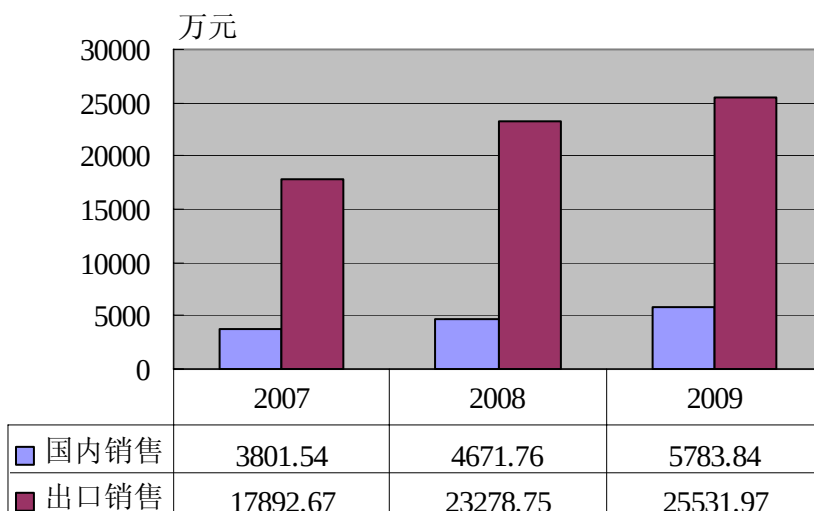
图 2 公司营业收入情况



资料来源：公司招股说明书

从电子血压计的收入区域分布来看，其出口销售远高于国内销售，是国内销售收入的4-5倍左右。

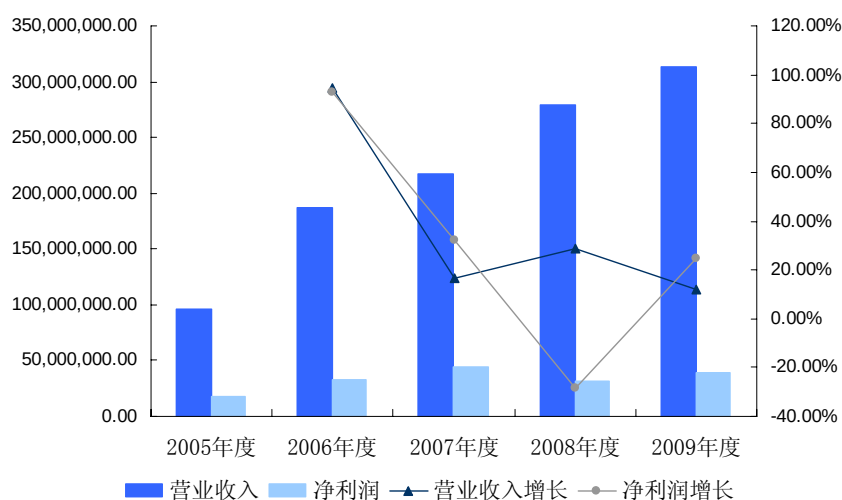
图 3 电子血压计收入情况



资料来源：公司招股说明书

比较公司2005-2009年业绩增长情况公司营业收入五年内持续增长，但利润在2007-2009年出现了较大的下滑和波动。

图4 公司财务状况



资料来源：公司招股说明书

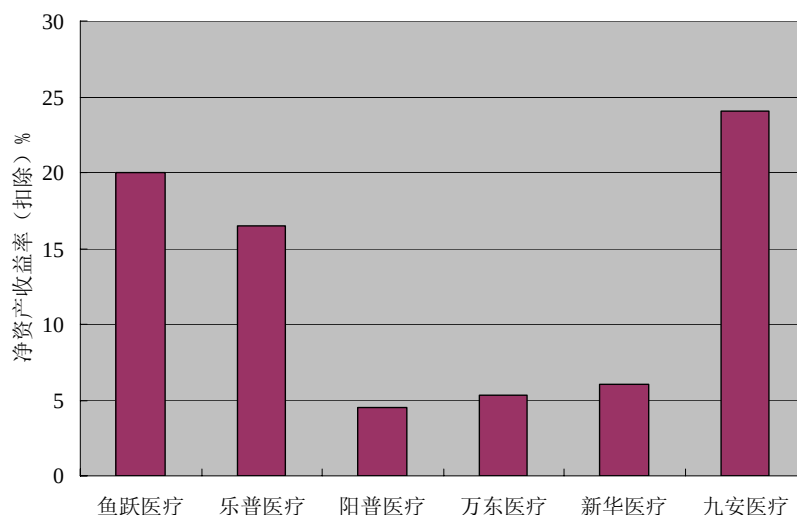
公司部分财务指标如下，和已在上市的其他医疗器厂家相比，公司的扣除后加权平均净资产收益率较高，盈利能力较强。

表2 公司部分财务指标

项 目	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
资产负债率 (%) (母公司)	35.11	44.02	21.25
资产负债率 (%)	25.00	32.16	21.25
每股净资产 (元/股、全面摊薄)	1.92	1.50	1.28
流动比率	2.33	1.94	4.56

速动比率	1.57	1.06	3.35
加权平均净资产收益率(%)	24.57	24.95	48.76
扣除后加权平均净资产收益率(%)	24.03	25.00	44.29

图 5 同类上市公司净资产收益率（扣除）对比



资料来源：德邦证券分析

2.3 公司竞争环境和所面临的风险

根据波特的五力模型，公司面临的主要竞争对手还是来自于行业内的竞争和潜在进入者两方面的竞争。就国际市场而言，行业内现有的竞争对手主要是日本企业和台湾企业，其中欧姆龙是最大的竞争对手。虽然公司在欧盟市场已经能和日本和台湾企业抗衡，但国内市场和美国市场和竞争对手还有差距，公司还是面临着一定的市场开拓和竞争压力，而且在国际市场，公司并没有自己的品牌。

就国内而言，市场的潜在进入者来源于两个方面，一个是国外厂商的进入，包括公司直接ODM的企业，虽然公司认为国外厂商和公司的目标市场不同，但从长远发展趋势来看，还是存在一定的竞争威胁。国内潜在进入者的威胁同样也不容忽视，虽然国家对医疗器械有严格的法规存在一定的进入壁垒，但就产品而言，技术壁垒

不算太高，容易被突破。

公司面临的风险主要来源于两方面。一是对国外市场的依赖。由于公司出口销售占营业收入的80%以上，因此国外经济环境和汇率波动都会给公司的盈利带来影响。其次是公司产品结构单一，制约了公司的收入来源。

3 投资建议

公司主打产品为电子血压计，目前在国内和国际市场都占有一定的份额，是公司收入增长的主要支柱。公司 09 年推出的血糖仪，也已经在局部市场打开局面。由于电子血压计和血糖仪具有类似的产品属性，因此公司原先布置的电子血压计的营销渠道和网络能够比较容易地复制到血糖仪市场，为血糖仪的市场开拓提供便利。

公司所处的行业是个朝阳行业，电子血压计和血糖仪拥有庞大的消费群体和增长空间。据以上两点，我们预测公司未来的营业收入会有较大的增长。

目前，公司 07-09 年度产品毛利率分别为 35.92%，30.25%和 33.68%，其中电子血压计的毛利率为 32.05%，28.32%和 33.78%。考虑到公司血糖仪的收入增长和募集资金后产能的逐步提升，我们预测公司的毛利增长率将达到 36.94%，39.24%，39.72%。2010-2012 的 EPS 分别为 0.49，0.72，1.01。当前医疗器械行业的 2010 年的算术平均最近十二个月市盈率为 57.67。考虑到公司规模，产品结构的单一，对国外市场的过度依赖，以及产能提升需要一定的周期，我们认为给予公司的估值溢价不能太高，因此给予 39-42 倍的 PE，根据 2010 年摊薄的 EPS 0.50 计算，合理的价格区间为 19.50-21.00 元。

下表盈利预测基于以下几个假设：

1. 公司电子血压计 2010-2012 年收入增长分别为 23%，25%和 30%
2. 低频治疗仪 2010-2012 年收入以 3%速度增长

3. 血糖仪产品 2010-2012 收入分别为 1000, 5000 和 8500 万元

4. 产品毛利率持平, 管理费用和销售费用率持平

表3 公司盈利预测

项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
电子血压计 (万元)	16,861.56	23,334.47	27,308.69	33,589.69	41,987.11	54,583.24
增长率		38.39%	17.03%	23.00%	25.00%	30.00%
毛利率	32.05%	28.32%	33.78%	33.78%	33.78%	35.50%
低频治疗仪 (万元)	3,782.91	3,559.42	2,550.71	2,627.23	2,706.05	2,787.23
增长率		-5.91%	-28.34%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	56.30%	42.76%	43.89%	43.89%	43.89%	43.89%
血糖产品 (万元)	0.00	0.00	0.00	1,000.00	5,000.00	8,500.00
增长率	-	-	-	-	500.00%	70.00%
毛利率	-	-	-	55.00%	52.00%	52.00%
其他产品 (万元)	1,049.73	1,056.62	1,457.01	1529.86	1,606.35	1,686.67
增长率		0.66%	37.89%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	33.68%	33.68%	33.68%
营业收入合计(万元)	21,694.00	27,951.00	31,316.00	38,746.78	51,299.51	67,557.14
增长率		28.84%	12.04%	23.73%	32.40%	31.69%

毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	35.01%	36.09%	37.88%
净利润 (万元)	N/A	3,130.45	3,904.06	6,146.78	9,019.37	12,539.14
每股收益	N/A	0.25	0.31	0.50	0.72	1.02

资料来源：公司招股说明书，德邦证券分析

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。