

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

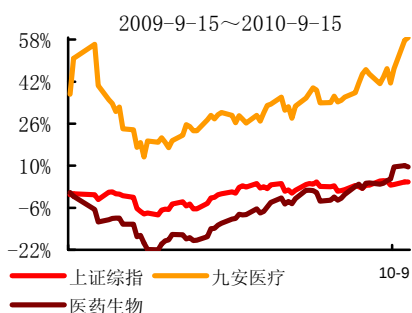
Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)**医药生物****投资评级**

本次评级：	推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	40.5

市场数据

市价(元)	30.80
上市的流通A股(亿股)	0.31
总股本(亿股)	1.24
52周股价最高最低(元)	21.67-32.2
上证指数/深证成指	2688.52/11665.41
2009年股息率	0.00%

52周相对市场表现**相关研究**

《九安医疗新股申购建议：家用医疗健康产品的先行者》2010.5.25

九安医疗(002432.SZ)**明年是业绩爆发年****投资要点**

●上半年业绩平淡，下半年可能有惊喜。上半年公司实现营业收入13869万元，净利润1198万元，同比增长分别5.53%、6.08%，每股收益0.13元，低于预期，预计下半年将出现恢复性增长。

●血压计产品未来着重开发国内和美国市场。公司在国内的销售模式采用直营和代理两种模式，目前拥有16家直营店和130余家代理商，未来还将发展更多的直营店。美国市场方面已经和Mabis, CVS和沃尔玛等主要渠道商建立了合作，值得期待。公司上市时的目标是“三年内把美国做成欧洲，把国内做成国外”，相信可以实现。

●与APPIE公司合作成为亮点。公司已经研制出一款能集iphone、ipad充电器和电子血压计为一体的产品，目前尚处于FDA认证阶段，预计年底左右可以通过认证并生产，估计每台能赚取销售利润120元左右。

●血糖产品是未来业绩的爆发点。公司血糖产品具有较高的性价比优势，国内市场处于稳步推进中；美国市场潜力巨大，将成为业绩爆发点。

●给予“推荐”评级。2010年不考虑海外市场两项新业务的影响，预计公司2010、2011、2012年实现营业收入3.53亿元、5.25亿元、6.99亿元，同比增长12.6%、48.9%、33.1%；实现净利润0.47亿元、1.01亿元、1.47亿元，同比增长20%、116%、45%，每股收益0.38元、0.81元、1.18元。公司是快速增长行业的高速成长企业，2010年后将迎来业绩爆发性增长，给予2011年50倍PE估值，合理估值40.5元。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	313.16	353	525	699
增长率(%)	12.04	13	49	33
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	39.04	46.72	101.03	146.61
增长率(%)	24.71	20	116	45
毛利率(%)	33.68	35	39	40
净资产收益率(%)	21.89	21	31	31
EPS(元)	0.42	0.38	0.81	1.18
P/E(倍)	97.83	79.04	36.55	25.19
P/B(倍)	16.04	16.40	11.32	7.81

来源：公司年报、民族证券

一、上半年业绩平淡，下半年可能有惊喜

上半年公司实现营业收入 13869 万元，同比增长 5.53%，其中血压计产品实现收入 1.21 亿元，与去年同期基本持平；新产品血糖产品实现收入 353 万元，预计全年收入 1000 万元左右。实现净利润 1198 万元，同比增长 6.08%，每股收益 0.13 元。

上半年业绩低于预期，原因是订单获取和收入确认之间有 3-6 个月的时间差。08 年下半年金融危机的出现，导致 09 年全年收入只增长了 12%。2010 年上半年确认的是 09 年末和 10 年初的订单，也受到影响。预计血压计下半年将出现恢复性增长。

下半年业绩超预期的因素主要来源于两个，一是公司与 APPLE 公司的血压计合作项目可能在年底前通过 FDA 认证，并获取相应订单；二是血糖试片的美国市场拓展或将取得实质进展。明年这两项业务将为公司带来丰厚的回报。

二、与 APPLE 公司合作打造新型盈利模式

（一）血压计未来着重开发国内和美国市场

2010 年以前公司血压计产品收入约 70%集中在欧洲，在该地区市场占有率位居同类产品第一，欧洲市场已成为相对成熟的市场。国内和美国市场拥有极大的发展空间。

目前国内市场血压计的普及率还非常低，年销售额只有 200 万台左右。发达国家血压计家庭普及率都达到的 50%以上。对于中国这样一个人口大国，随着人们保健意识的逐步增强，未来有很大的拓展空间。公司在国内的销售模式采用直营和代理两种模式，公司目前拥有 16 家直营店和 130 余家代理商，未来还将发展更多的直营店。

美国市场主要以代工模式为主，公司目前有 50 余款产品获得美国 FDA 认证。美国血压计的销售渠道主要集中在大型连锁药店和超市，和欧洲相似，欧洲成功的经验可以复制到美国，公司上市时的目标是“三年内把美国做成欧洲，把国内做成国外”，相信可以实现。公司目前已经和 Mabis, CVS 和沃尔玛等主要渠道商建立了合作，随着合作的进一步推进，美国市场值得期待。

（二）与 APPLE 公司合作成为亮点

公司已经研制出一款能集 iphone、ipad 充电器和电子血压计为一体的产品，目前尚处于 FDA 认证阶段，我们预计年底左右可以通过认证并生产。

根据 APPLE 公司前 8 个月的数据显示，iphone、ipad 两项产品共销售 3000 多万台，全年估计 5000 万台左右，明年有望增长 50%以上。产品销售的增长必然带动充电器设备销售的增长。目前 iphone、ipad 产品充电器美国售价 40 美金左右，如果集成了血压计的功能，预计售价可以达到 60 美金。

三、血糖产品是未来业绩的爆发点

目前国内血糖检测产品的生产企业主要有罗氏、强生等。和竞争对手相比，公司产品的主要优势在于具有较高的性价比。目前公司血糖试片零售价 3.6 元/片，而罗氏产品 5 元/片。上半年公司通过一系列的促销活动，如买试片送血糖仪，并充分共享原有的血压计的销售渠道，迅速地打开了国内市场的局面，实现销售收入 352 万元，预计全年可以实现 1000 万元的既定目标。预计明年国内市场至少可以实现 2000 万元的销售目标。

公司正在积极开拓该产品的美国市场。美国拥有巨大的血糖产品市场容量，每年血糖试片消耗量在 200 亿片左右，人均年消费 500-600 片。市场基本垄断在罗氏、强生这样的强势企业手中。公司将凭借产品的性价比优势，获得少部分市场份额。通过粗略计算，如果公司获

得 1 亿试片的订单，每片以 0.1 美元计算，将带来 7000 万元左右的销售收入，按毛利率 60% 计算，将产生 4000 多万的毛利润，大幅提升了公司的盈利能力。

四、公司盈利预测与估值

（一）核心假设

- 1、2010 年不考虑海外市场两项新业务的影响；
- 2、血压计未来三年分别增长 10%、30%、30%，毛利率 34.5%、38%、38%；
- 3、血糖产品未来三年实现销售收入 1000 万元、9000 万元、14400 万元，毛利率分别为 55%、50%、50%。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
电子血压计	27308	30039	39050	50766
增长率 (%)	17.03%	10.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	33.78%	34.50%	38.00%	38.00%
低频治疗仪	2551	2627	2706	2787
增长率 (%)	-28.34%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)	43.89%	30.00%	30.00%	30.00%
血糖产品	0	1000	9000	14400
增长率 (%)	0.00%	0.00%	700.00%	60.00%
毛利率 (%)	0.00%	55.00%	50.00%	50.00%
其他	1457	1603	1763	1939
增长率 (%)	37.89%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	33.68%	33.68%	33.68%	33.68%
总收入	31316	35269	52519	69892
增长率 (%)	12.04%	12.62%	48.91%	33.08%
营业成本率	66.32%	65.29%	60.50%	59.97%
毛利率 (%)	33.68%	34.71%	39.50%	40.03%

资料来源：民族证券

（二）盈利预测和估值

2010 年不考虑海外市场两项新业务的影响，预计公司 2010、2011、2012 年实现营业收入 3.53 亿元、5.25 亿元、6.99 亿元，同比增长 12.6%、48.9%、33.1%；实现净利润 0.47 亿元、1.01 亿元、1.47 亿元，同比增长 20%、116%、45%，每股收益 0.38 元、0.81 元、1.18 元。公司是快速增长行业的高速成长企业，2010 年后将迎来业绩爆发性增长，给予 2011 年 50 倍 PE 估值，合理估值 40.5 元。

表 2：盈利预测表

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313	353	525	699
营业成本	208	230	318	419
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	18	25	32	42
管理费用	42	51	63	70
财务费用	1	-7	-5	-3
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	44	54	118	171
营业外收入	1	1	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	45	55	118	171
所得税	6	8	17	25
净利润	39	47	101	147
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	39	47	101	147
EBITDA	46	47	113	168
EPS（元）	0.42	0.38	0.81	1.18

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	138	197	329	513
现金及等价物	19	63	136	257
应收帐款	59	67	99	132
存货	45	50	69	90
其它流动资产	15	17	25	34
非流动资产	99	141	195	238
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	64	106	147	182
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	35	35	47	56
其它非流动资产	0	0	0	0
资产总计	238	338	524	751
流动负债	59	66	91	120
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	43	47	65	86
其它流动负债	17	19	26	34
非流动负债	0	47	107	158
长期借款	0	47	107	158
其它非流动负债	0	0	0	0
负债合计	59	113	198	278
少数股东权益	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	178	225	326	473
负债和股东权益	238	338	524	751

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313	353	525	699
营业成本	208	230	318	419
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	18	25	32	42
管理费用	42	51	63	70
财务费用	1	-7	-5	-3
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	44	54	118	171
营业外收入	1	1	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	45	55	118	171
所得税	6	8	17	25
净利润	39	47	101	147
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	39	47	101	147
EBITDA	46	47	113	168
EPS（元）	0.42	0.38	0.81	1.18

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12.0%	12.6%	48.9%	33.1%
营业利润	23.1%	21.3%	120.3%	45.1%
归属母公司净利	24.7%	19.7%	116.3%	45.1%
获利能力				
毛利率	33.7%	34.7%	39.5%	40.0%
净利率	12.5%	13.2%	19.2%	21.0%
ROE	21.9%	20.8%	31.0%	31.0%
ROIC	20.6%	14.6%	22.3%	22.8%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	33.4%	37.8%	37.1%
流动比率	2.3	3.0	3.6	4.3
速动比率	1.6	2.2	2.9	3.5
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.0	1.0	0.9
应收帐款周转率	5.3	5.3	5.3	5.3
应付帐款周转率	4.9	4.9	4.9	4.9
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.38	0.81	1.18
每股经营现金	0.16	0.30	0.55	0.95
每股净资产	1.92	1.82	2.63	3.81
估值比率				
P/E	70.9	79.0	36.6	25.2
P/B	15.5	16.4	11.3	7.8
EV/EBITDA	102.1	101.0	41.7	28.0

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	14	37	70	131
净利润	39	47	104	161
资产减值准备	1	0	0	0
折旧和摊销	4	5	7	8
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	1	-7	-5	-3
营运资本变动	-30	-8	-35	-35
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-26	-47	-60	-52
资本支出	-25	-47	-60	-52
其它	0	0	0	0
融资活动现金流	-1	54	65	55
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	47	60	52
财务费用	-1	7	5	3
现金净增加额	-12	44	76	134
期初现金余额	32	19	63	139
期末现金余额	19	63	139	273

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn