



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

医药保健——医疗器械
Healthcare——Medical Devices

2010 年 10 月 8 日

市场数据

当前价格 (元)	24.96
52 周价格区间 (元)	24.02 40
总市值 (百万)	1847.04
流通市值 (百万)	464.26
总股本 (万股)	7400
流通股 (万股)	1860
日均成交额 (百万)	16
近一月换手 (%)	59.15
Beta (2 年)	0.00
第一大股东	邓冠华
公司网址	www.improve-medical.com

收益率比较



魏芳 胡骥 (协助)
+86 755 83025665
huji@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

胡骥: S0370110030028

阳普医疗 (300030) 调研报告

——公司搬迁影响新建项目进展, 战略转型值得期待

盈利预测	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	140.79	161.24	228.01	313.21
主营收入增长率%	36.10%	14.52%	41.42%	37.37%
净利润 (百万元)	26.91	28.07	38.38	53.64
净利润增长率%	31.49%	4.34%	36.71%	39.77%
每股收益 (元)	0.364	0.379	0.519	0.725

资料来源: 金元证券研究所

投资要点

- 公司搬迁影响募投项目进展, 上半年业绩低迷主要因为产能不足影响。因公司新址离广州市区较远, 不少原公司员工未随公司搬迁, 影响新建项目的投产和现有产能的效率, 采血管项目相对影响较小, 采血针项目比预计有一定的延期。另外公司搬迁新址对人才引入短期内仍然会存在一定影响。
- 公司血清分离胶促凝剂采血管获得 FDA 认证, 对公司出口有积极影响。公司对美国市场宣传已持续几年, 在 AACC 会上比较受关注, 但目前公司对美国市场准备还不够充分, 公司争取在美国今年开始销售, 明年下半年开始有适当的销售量。
- 公司国际市场主要以欧元、美元定价, 人民币升值对公司国际市场开拓存在一定的不利影响, 如今年 RMB 对欧元的升值, 对公司产品价格影响约为 5%。
- 公司过去主要立志把真空采血管做专、做精, 目前已取得国际领先的地位。公司未来发展战略清晰, 以临床检验实验室与临床护理领域的“标本专家”、“护理专家”和“检验专家”为目标。目前是公司战略转型最关键的时期, 转型主要表现在三个方面: 1、营销从以直销为主转变为以分销为主, 扩大区域覆盖能力; 2、通过建立新品牌或并购把真空采血管覆盖到中低端市场; 3、产品线战略从单一依靠采血管盈利扩展到采血管、采血针、脱帽机及其他新产品线多头并进, 发挥相关产品的协同效应。
- 投资建议:
目前的股价已经反映公司在高端真空采血管领域的技术优势和未来产能扩张的预期。公司未来潜力在于战略转型、外延式扩张和美国市场。由于我们现在未看到公司取得战略转型的突破性进展, 暂时不予以评级。我们将密切跟踪公司转型、对外并购和美国市场开拓的实质性进展, 更新公司评级。
- 风险提示:
募投项目和新产品开发进度低于预期的风险
人民币升值带来的出口竞争力下降风险
公司规模和业务扩张后人力补充不足的风险

公司搬迁影响募投项目达产及现有产能效率

2010 年度上半年公司实现营业总收入为 6318.75 万元，同比增长 1.59%。实现营业利润为 1153.82 万元同比增长-4.86%。业绩增长明显弱于往年，主要因为产能不足。

公司上半年现有产能利用效率低于预期，募投项目建设相比计划有些延迟，主要由于公司搬迁，公司今年办公地址和厂房从广州市区搬迁到离市区较远的经济开发区科学城，大量老员工未随公司搬迁而离开公司。

对于新建项目，采血管项目影响相对较小，目前设备已在装机，按时投产问题不大。采血针项目设备准备拖延了一段时间，项目达产相比预期要延迟一段时间。

目前搬址带来的人力问题基本克服。下半年产能可能会明显好于上半年，产能上来后部分老客户的订单可以迅速回来。一些因产能问题而中断的客户还是持续参加公司的培训，当然公司也清理了一些资质或忠诚度较差的客户。

2010 年上半年，用超募资金归还银行借款 3,950 万元；同时用超募资金补充流动资金 2,500 万元。主要用于营销网络建设。

使用超募资金 2000.00 万元设立全资子公司—广州瑞达医疗器械有限公司，广州瑞达主要做一些公司未来新产品的探索。

超募资金 33,048.79 万元，目前剩余超募资金人民币 23,398.79 万元。剩余超募资金可能有较大部分用于并购。公司超募资金投资项目坚持四个原则：大市场，研发高附加值、轻资产，低竞争性，符合政策导向。

表 1 真空采血管全自动生产项目公司预计新增产能

项目	2011 年	2012 年	2013 年	达产后合计数
新增产能（万支）	12,000	9,000	9,000	30,000
新增销售额（万元）	5,760	4,320	4,320	14,400

来源：招股说明书，金元证券研究所

表 2 一次性静脉采血针项目预计新增产能

项目	2010 年	2011 年	达产后合计数
新增产能（万支）	14,000	6,000	20,000
新增销售额（万元）	4,620	1,980	6,600

来源：招股说明书，金元证券研究所

公司目前处在战略转型的关键时期，前景值得期待

公司过去主要立志把真空采血管做专、做精，目前公司是国内真空采血系统行业的龙头企业，是国内临床检验实验室标本分析前变异控制技术的领军者。公司在标本采集、预处理及分析前变异控制相关领域具有明显的竞争优势，已经成为全球真空采血系统品规最多、专项检测专用采血管最多、血清类采血管血清制备速度最快的供应商。

公司以上市为契机，未来发展战略清晰，做大做强“标本专家”，并进一步向“护理专家”和“检验专家”延伸和发展。

目前是公司战略转型最关键的时期，转型主要表现在几个方面：

- 1、营销模式从以直销为主转变为直销、分销相结合，以分销为主；
- 2、通过建立新品牌或并购把采血管覆盖到中低端市场；
- 3、产品战略从单一依靠采血管盈利扩展到采血管、采血针、脱帽机及其他新产品线。

营销转型，从直销为主变为以分销为主扩大覆盖区域范围

公司过去主要的优势销售区域在华南沿海一带，主要通过直销覆盖。随着公司业务发展，未来一段时间市场战略是立足广东、面向全国并积极开拓国际市场，分销将取代直销成为公司主要的营销模式。

根据市场需求的差异分布，在国内营销服务网络采取“金三角”布局战略，并提前在中西部地区建立切入点和示范点，最终完成对国内各主要市场的覆盖，建立强大的品牌知名度。

今年公司国内营销方面主要的工作就是把营销铺开。今年公司有 50 多一线销售人分不到各地开展营销，重点区域是华东、环渤海地区，目标是在东部再造一个广东。同时其他中西部地区市场也表现出不错的成长性，今年成长最快的是四川市场。

公司的海外市场拓展遵从“重点突破，以点带面”的原则，在一定时期内，集中资源选择重点市场区域的代表性国家或地区进行集中式营销。

公司血清分离胶促凝剂采血管获得 FDA 认证，将推公司国际市场开拓有积极影响。

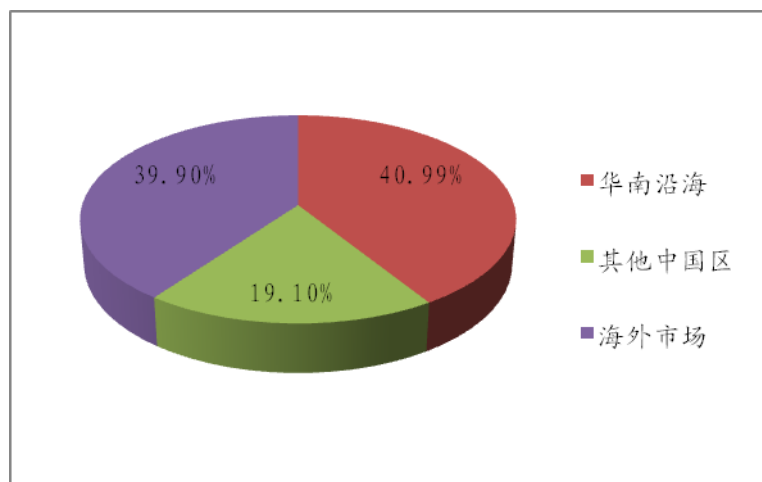
公司对美国市场宣传已持续几年，在 AACC 会上比较受关注，但目前公司对美国市场准备不够。公司争取在美国今年开始销售，明年下半年开始有适当的销售量。

人民币升值对公司有不利影响，如今年 RMB 对欧元的升值，对公司产品价格影响约 5%。

分销价格约为直销的一半。过去一段时间分销占比逐渐上升带来综合毛利率有一定的下降，但公司终端价格保持稳定并通过新技术获得一

些涨价空间。

图 1 公司销售收入区域构成



来源：公司报表，金元证券研究所

改变为贵妇人做衣服的思路，产品覆盖中、低端市场

目前阳普医疗的产品定位高端，在国内基本上都在三甲医院，主要市场是替代 BD 和 Greiner 的产品。BD 是公司最主要的竞争对手和标杆公司。BD 公司相对公司最主要的优势是产品线丰富。公司相比对手优势主要在：

- 1、快速物流。广州 24 小时到货，广东省内 48 小时到货，全国 3-5 天
- 2、可针对用户需求设计，品规较多。BD 是 71 中供用户选。

目前国内，三级医院是真空采血管的主要市场，占整个市场消费的 50%。但基层医院、社区医院是增长更快的细分市场。公司的先进技术在增长更快的低端医院发挥不了优势，因为用户对血液变异控制需求不强烈，对技术价值感知不明显（如公司采血管可以明显减少在广东、广西发病率较高的地中海贫血的漏诊率，但基层医院并不敏感）。未来公司可能通过两个途径来扩大公司产品的市场覆盖面：

- 1、在现有工艺基础上以符合国家标准为基础减少技术处理环节降低成本，目前公司在江西的工厂可以把单只价格做到较低。这样公司需建立另一个新的品牌主打基层医院
- 2、通过资本运作并购现有低端品牌进入基层医院市场

产品战略转型：从采血管到产品结构多元化

公司主要产品第三代真空采血系统具有较强的竞争优势，但与国内大型医疗器械企业及跨国医疗器械企业相比，制造和销售规模较小，产

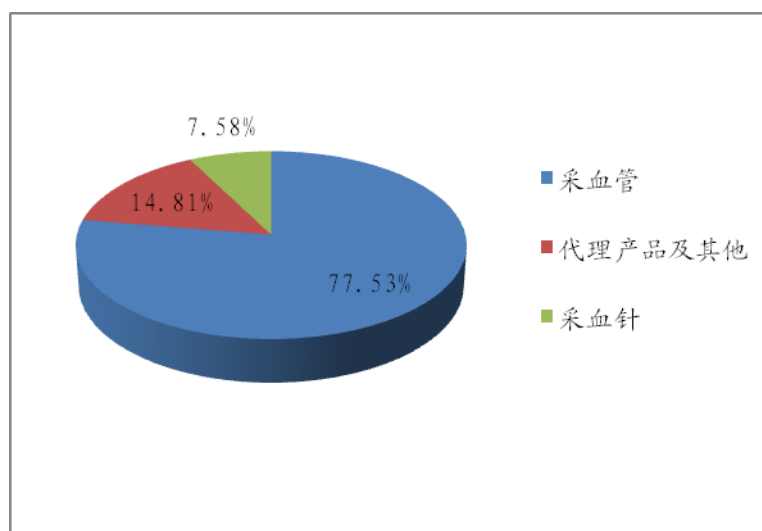
产品线范围小，产业链的整合尚未完成，尚未形成明显的规模竞争优势。

未来发展战略必须向多元化发展，以提高市场竞争力和产品协同效应。做大做强“标本专家”，并进一步向“护理专家”和“检验专家”延伸和发展。

公司将从目前单一依靠采血管盈利扩展到采血管、采血针、脱帽机及其他新产品线多头并进。采血针原来是 OEM 的产品，毛利率低。采血针募投项目达产后，销售采血针将改用自制产品，毛利有望明显提升。采血针为 3 类医疗器械，毛利较采血管高。脱帽机产品已通过国内注册并在多家医院试用，明年有望为公司贡献利润。另外一些新的产品已获得技术突破，有望快速上马。

今年用超募资金设立的广州瑞达是公司尝试以医药为方向的新产品的试验田，目前已投入运作。

图 2 公司业务结构



来源：公司报表，金元证券研究所

盈利预测

表 3 公司收入结构预测

主营业务		2008	2009	2010E	2011E	2012E
采血管	收入（百万）	78.5	101.6	119	166	225
	增长率（%）		29.4%	17%	40%	35%
	成本（百万）	39	49	62	92	128
	毛利（百万）	39	53	56	75	97
	毛利率（%）	49.78%	52.06%	47.50%	45.00%	43.00%
采血针	收入（百万）	9.9	10.1	12	19	27
	增长率（%）		2.0%	19.00%	59.00%	41.00%
	成本（百万）	8	8	9	12	15
	毛利（百万）	2	2	3	7	12

	毛利率 (%)	24.12%	24.72%	28.00%	35.00%	45.00%
代理及其他	收入 (百万)	14.80	28.90	30.35	42.48	61.60
	增长率 (%)		95.3%	5%	40%	45%
	成本 (百万)	8	18	17	22	31
	毛利(百万)	6.48	10.54	13.66	20.39	30.18
	毛利率 (%)	43.75%	36.46%	45.00%	48.00%	49%
主营总计	收入 (百万)	103.2	140.60	161.24	228.01	313.21
	增长率 (%)		36.24%	14.68%	41.42%	37.37%
	成本 (百万)	55	75	88	126	174
	毛利(百万)	48	66	73	102	139
	毛利率 (%)	46.45%	46.89%	45.58%	44.72%	44.35%

来源：公司报表，金元证券研究所

表 4 主要财务数据预测

单位：百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	72.32	103.45	140.79	161.24	228.01	313.21
减：营业成本	36.42	55.36	74.98	87.75	126.04	174.30
营业税金及附加	0.63	0.53	0.56	0.64	0.91	1.25
营业费用	10.39	12.96	17.59	21.17	29.93	41.12
管理费用	10.26	14.05	17.58	23.00	31.00	39.00
财务费用	-0.11	0.65	1.12	-4.35	-5.03	-5.56
资产减值损失	-0.47	0.16	0.18	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.06	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	15.27	19.74	28.79	33.03	45.15	63.11
加：其他非经营损益	0.69	4.42	2.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	15.96	24.16	30.89	33.03	45.15	63.11
减：所得税	2.77	3.70	3.98	4.95	6.77	9.47
净利润	13.19	20.46	26.91	28.07	38.38	53.64
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	13.19	20.46	26.91	28.07	38.38	53.64

来源：Wind，金元证券研究所

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.