

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: yk2880@xcsc.com

张银旗

Tel: 021-68634510-8067

E-Mail: zyq0100@xcsc.com

基础数据：

沪深 300 指数： 3147.96

总股本（万股）： 12400

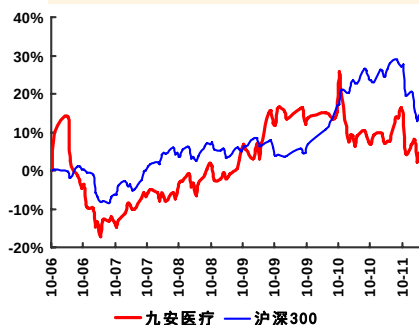
流通股本（万股）： 3100

总市值（亿元）： 34.56

流通市值（亿元）： 8.64

每股净资产（元）： 6.15

近期股价与大盘走势：



近期我们实地调研九安医疗，与公司高管交流经营情况和未来发展思路。

投资要点：

- 欧洲市场血压计的市场需求总量正逐步下降，公司市场占有率较高，销量受影响。而美国和国内血压计的市场成熟度较低，是未来开拓的重点。国内一线城市血压计普及率已经达到 25%，接近发达国家水平。而二三线城市普及率较低，随着健康意识的增强，国内血压计保有量有一定提升空间。
- 在 ODM 代工领域，公司主要竞争对手是台资厂家。由于台资企业将生产基地搬到内地，九安在生产成本上没有优势，关键在研发速度上处于领先水平。目前有 130 多人研发队伍，研发优势体现在两方面：（1）快速响应客户需求，在短时间内为公司设计产品；（2）开发新产品，例如借助 Apple 平台，植入自己血压计。另外血压计的核心技术为血压值的算法程序，需要采集大量血压异常者的血压。采集值越多，算法越精确，这就给后进入者带来一定障碍。
- 血糖仪和与 Apple 合作新产品是今后的投资亮点，由于 FDA 认证要推后几个月，血糖仪在国外销售时间推迟。此前已和经销商接触，获得较好的反响，认证通过后外销量有望大幅增加。血糖试纸是患者日常测量血糖时重要耗材，相对国外知名产品，九安血糖试纸价格低廉，质量也不相上下，未来有替代国外产品的潜力。
- 为 Apple 设计生产含血压计功能的充电器，并贴上自主品牌，未来还将继续开发新 Apple 健康领域配件，例如含糖糖仪功能的充电器等。该款产品将在 1 月上旬国际消费电子展上正式面市，iphone、ipad 使用者众多，市场容量大，且产品毛利率远高于公司其他产品。并且用超募资金在美国设立全资子公司，配合 Apple 血压计新产品的推出，为今后自有品牌推向美国市场打下伏笔。

投资建议：我们预测九安医疗 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 0.29、0.40、0.52 元。与 Apple 合作的产品销量具有一定不确定性，但盈利空间巨大。血糖仪作为新上市品种，正处于市场开拓期，能挤占原有厂家的部分市场份额。目前估值较高，暂时给予公司“增持”评级。

风险因素：欧洲血压计市场复苏停滞；FDA 认证进程推迟

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	279.51	313.16	309.43	359.89	416.31
增长率	28.84%	12.04%	-1.19%	16.31%	15.68%
净利润（百万元）	31.3	39.04	36.25	49.86	63.98
增长率	-28.70%	24.73%	-7.15%	37.54%	28.32%
摊薄后每股收益（元）	0.25	0.32	0.29	0.40	0.52

三张表预测

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	138	914	818	975
现金	19	600	641	600
应收账款	59	250	110	306
其他应收款	13	12	14	16
预付账款	2	2	3	3
存货	45	50	50	50
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	99	97	95	92
长期投资	0	0	0	0
固定资产	34	47	51	52
无形资产	35	35	35	35
其他非流动资产	30	16	9	5
资产总计	238	1011	912	1067
流动负债	59	226	77	168
短期借款	0	157	0	80
应付账款	34	41	47	55
其他流动负债	25	27	30	33
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	59	226	77	168
少数股东权益	0	0	0	0
股本	93	124	124	124
资本公积	1	541	541	541
留存收益	85	121	171	235
归属母公司股东权益	178	785	835	899
负债和股东权益	238	1011	912	1067

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	43	-147	193	-127
净利润	39	36	50	64
折旧摊销	0	2	3	3
财务费用	1	-0	-5	-7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-185	145	-187
其他经营现金流	2	-1	0	0
投资活动现金流	-54	0	0	0

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313	309	360	416
营业成本	208	200	226	255
营业税金及附加	0	2	2	3
营业费用	18	23	29	33
管理费用	42	45	52	60
财务费用	1	-0	-5	-7
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	44	39	55	72
营业外收入	1	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	45	42	58	75
所得税	6	6	8	11
净利润	39	36	50	64
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	36	50	64
EBITDA	45	41	53	67
EPS (元)	0.42	0.29	0.40	0.52

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12.0%	-1.2%	16.3%	15.7%
营业利润	23.1%	-11.1%	40.4%	29.9%
归属于母公司净利润	24.7%	-7.2%	37.5%	28.3%
获利能力				
毛利率(%)	33.7%	35.2%	37.1%	38.7%
净利率(%)	12.5%	11.7%	13.9%	15.4%
ROE(%)	21.9%	4.6%	6.0%	7.1%
ROIC(%)	24.5%	9.7%	21.9%	14.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.0%	22.3%	8.4%	15.7%
净负债比率(%)	0.00%	69.50%	0.00%	47.44%
流动比率	2.33	4.05	10.62	5.81
速动比率	1.57	3.83	9.97	5.52
营运能力				
总资产周转率	1.41	0.50	0.37	0.42

资本支出	54	0	0	0	应收账款周转率	7	2	2	2
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	4.64	5.29	5.13	5.01
其他投资现金流	0	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-0	728	-152	87	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.29	0.40	0.52
短期借款	0	157	-157	80	每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-1.19	1.55	-1.03
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.44	6.33	6.74	7.25
普通股增加	0	31	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	540	0	0	P/E	92.84	100.00	72.70	56.65
其他筹资现金流	-0	0	5	7	P/B	20.32	4.62	4.34	4.03
现金净增加额	-12	581	41	-41	EV/EBITDA	79	88	68	53

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313	309	360	416
收入同比(%)	12%	-1%	16%	16%
归属母公司净利润	39	36	50	64
净利润同比(%)	25%	-7%	38%	28%
毛利率(%)	33.7%	35.2%	37.1%	38.7%
ROE(%)	21.9%	4.6%	6.0%	7.1%
每股收益(元)	0.31	0.29	0.40	0.52
P/E	92.84	100.00	72.70	56.65
P/B	20.32	4.62	4.34	4.03
EV/EBITDA	79	88	68	53

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。