

九安医疗：打造 ihealth 健康管理平台

报告关键点：

- 开发新型电子血压计，打造ihealth健康管理平台
- 血糖系列产品将成为公司新的盈利增长点
- 给予公司“增持-A”的投资评级，12个月目标价40元

报告摘要：

- 开发新型电子血压计，打造ihealth健康管理平台。公司将于2011年积极推出与苹果公司的iPhone、iPad联用的、集血压计与充电器为一体的新型电子血压计产品。该产品运用数字医疗的理念帮助人们进行健康管理，代表着医疗保健领域的未来发展方向，是对传统家用医疗电子产品的一种颠覆，未来有望迅速普及。2011年iPhone和iPad的总销量即将达到1.49亿台，假设全部用户中只有0.20%的用户购买该产品，则该产品的销量即可达到30万台，以300元/台，48%的毛利率计算，则该产品将为公司贡献毛利4320万元。
- 血糖系列产品将成为公司新的盈利增长点。中国和美国分别以4300万和2700万糖尿病患者位居全球糖尿病患者数量的第二、第三位。预计到2030年，中国和美国糖尿病患者人数将分别达到6300万人和3600万人，糖尿病患者的医疗费用支出将分别达到惊人的747亿美元和2643亿美元。公司血糖系列产品预计将于2011年1月获得FDA审批通过并借助血压计的渠道迅速实现销售放量，国内公司采用买试纸送血糖仪和血糖仪以旧换新的促销活动，未来有望迅速打开市场。
- 电子血压计美国市场成为主要增长点，国内市场继续开拓。美国市场电子血压计的年需求量大致为1000万台/年，市场需求规模巨大。目前美国市场上主要品牌Mabis、Atico、veridian等均由大陆和台湾企业贴牌生产，而目前公司已经和美国主流经销商沃尔玛、CVS、Mabis建立了合作关系，未来计划继续采用ODM模式逐步替代竞争对手，而成为美国市场的主要供应商之一。日本目前40%以上的家庭拥有电子血压计，而我国这一比例仅为11%左右，公司作为目前国内电子血压计市场的第二大厂商，未来销售有望实现快速增长。
- 给予公司“增持-A”的投资评级，12个月目标价40元。我们预测公司2010-2012年营业收入分别同比增长6.9%、60.3%、28.6%。2010-2012年摊薄后EPS分别为0.30元、0.79元和1.16元，净利润同比增长-5.8%、167.7%、46.3%，CAGR(2009-2012)为54.5%。考虑到公司未来打造ihealth健康管理平台的巨大潜力，若按照2011年业绩给予50倍PE，则未来12个月目标价40元，给予“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	279.5	313.2	334.8	536.7	690.2
Growth(%)	28.8%	12.0%	6.9%	60.3%	28.6%
净利润	31.3	39.0	36.8	98.4	143.9
Growth(%)	-28.7%	24.7%	-5.8%	167.7%	46.3%
毛利率(%)	30.2%	33.7%	34.5%	40.0%	43.0%
净利润率(%)	11.2%	12.5%	11.0%	18.3%	20.9%
每股收益(元)	0.34	0.42	0.30	0.79	1.16
每股净资产(元)	1.12	1.44	6.29	7.01	8.05
市盈率	95.6	77.4	109.6	41.0	28.0
市净率	28.9	22.6	5.2	4.6	4.0
净资产收益率(%)	22.5%	21.9%	4.7%	11.3%	14.4%
ROIC(%)	60.8%	30.9%	19.7%	35.8%	29.8%
EV/EBITDA	81.5	63.5	70.8	29.3	19.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%

评级：
增持-A

上次评级：

目标价格： 40.00 元

期限： 12 个月 上次预测：

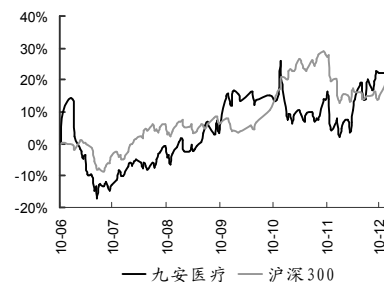
现价： 33.38 元

报告日期： 2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	4,030.00
流通市值(百万元)	1,007.50
总股本(百万股)	124.00
流通股本(百万股)	31.00
12个月最高/最低	21.67/34.60 元
十大流通股(%)	26.20%
股东户数	7,099

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.81	(3.53)	30.89
绝对收益	14.44	8.70	22.13

研究员

李秋实	行业分析师
010-66581747	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003
洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306

前期研究成果

目录

1. 医疗观念从治疗转向保健，家用医疗电子产品大行其道	4
1.1. 便携式医疗电子产品快速发展，家用医疗电子产品大行其道.....	4
1.2. 医疗观念从治疗转向保健是家用医疗电子产品的根本驱动力.....	5
2. 国内家用医疗电子产品领军者.....	6
2.1. 家用医疗电子产品出口金额位居国内第一	6
2.2. 公司首次公开发行后的股权结构.....	7
3. 开发 ihealth 电子血压计，打造 ihealth 健康管理平台	7
3.1. iPhone 成为全球最畅销智能手机，iPad 新品上市潜力无限	7
3.2. 与苹果合作开发 ihealth 电子血压计，引领家用医疗电子产品革命.....	8
3.3. ihealth 电子血压计将使公司盈利实现爆发式增长.....	9
4. 血糖系列产品将成为公司新的盈利增长点	10
4.1. 中国和美国均为糖尿病大国.....	10
4.2. 国内市场有望形成突破	11
4.3. 美国市场将于 2011 年启动.....	12
5. 电子血压计：美国成为主要增长点，国内继续重点开拓	13
5.1. 欧洲地区需求不振，美国将成主要增长点	13
5.2. 国内市场继续重点开拓	13
6. 公司盈利预测与估值	13
7. 风险提示	14

图目录

图 1 便携式医疗电子产品划分	4
图 2 我国便携式医疗电子产品销售额迅速增长	4
图 3 家用医疗电子产品占据便携式医疗电子产品市场的主要份额	5
图 4 家用便携式医疗电子产品市场划分	5
图 5 各类家用便携式医疗电子产品增长速度	5
图 6 我国糖尿病和高血压的患病率近年来显著提升	6
图 7 2010H 公司营业收入分产品划分	6
图 8 公司营业收入分地域划分	6
图 9 公司 IPO 后股权结构	7
图 10 iPhone 及 iPad 上市以来销量	7
图 11 全球智能手机市场份额	7
图 12 各大智能手机品牌用户下次计划购买手机的品牌调查	8
图 13 iPhone 和 iPad 未来前景依旧看好	8
图 14 2010-2030 年全球主要地区糖尿病患者人数预测	10
图 15 2010-2030 年全球地区糖尿病患病率	10
图 16 全球糖尿病患者人数最多的国家	10
图 17 我国糖尿病各种并发症发生率 (%)	11
图 18 美国糖尿病患者治疗方式	11
图 19 国内血糖仪市场份额	12
图 20 欧姆龙电子血压计在国内的销量	13

表目录

表 1 ihealth 电子血压计带来的盈利测算	9
表 2 我国血糖试纸市场规模分析	12
表 3 关键盈利预测假设	14

1. 医疗观念从治疗转向保健，家用医疗电子产品大行其道

1.1. 便携式医疗电子产品快速发展，家用医疗电子产品大行其道

便携式医疗电子产品分为医用便携式医疗电子产品和家用便携式医疗电子产品：前者主要包括便携式心脏除颤器、便携式超声仪和便携式胎儿监测仪等；后者主要包括电子血压计、电子血糖仪等。

图 1 便携式医疗电子产品划分

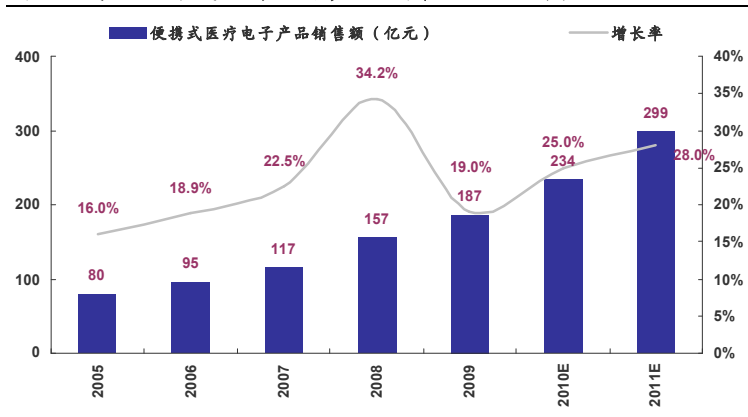


数据来源：赛迪顾问、安信证券研究中心

国内便携式医疗电子产品销售额迅速增长

随着医疗器械产业的技术进步及人们自我保健的需求，便携式医疗电子产品正在逐渐成为医疗器械行业新的发展热点。中国便携式医疗电子产品的销售额从 2005 年的 80 亿元迅速增长到 2009 年的 187 亿元，复合增长率为 23.5%，高于同期医疗器械市场 23.2% 的复合增长率。

图 2 我国便携式医疗电子产品销售额迅速增长



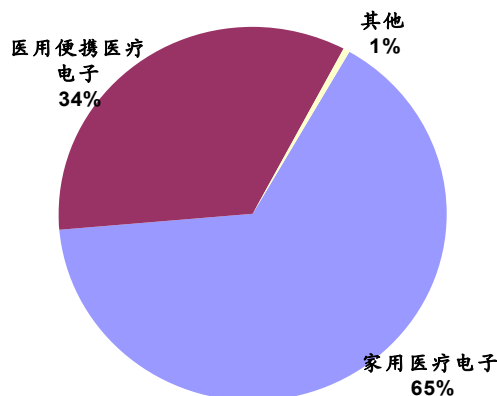
数据来源：大比特技术论坛、安信证券研究中心

家用医疗电子产品大行其道

由于家用医疗电子产品并没有大型医疗设备，大都均为便携式医疗电子产品，所以此处我们认为便携式家用医疗电子产品即为家用医疗电子产品。

从市场份额来看，家用医疗电子产品占便携式医疗电子产品市场的比重为 65.4%，是便携式医疗电子产品的主要市场。而且从近年来的增长数据来看，家用医疗电子产品的增长速度持续超过医用便携式医疗电子产品，预计未来家用医疗电子产品的份额仍将进一步扩大。

图 3 家用医疗电子产品占据便携式医疗电子产品市场的主要份额

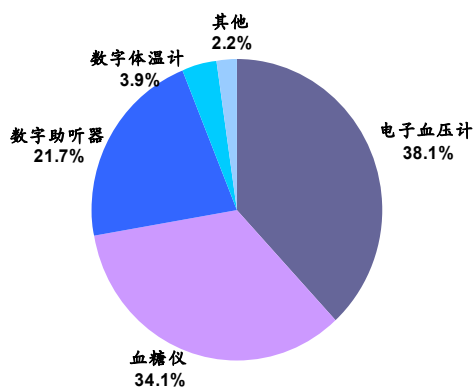


数据来源：赛迪顾问、安信证券研究中心

电子血压计和血糖仪占据家用医疗电子市场的主要份额

家用医疗电子产品市场中的电子血压计、便携式血糖仪和电子助听器占据了 90% 以上的销售份额。但目前这些产品的市场普及率还不高，加之中国人口基数比较大，预计未来家用便携式医疗电子产品，尤其是电子血压计和电子血糖仪等发展前景十分广阔。

图 4 家用便携式医疗电子产品市场划分



数据来源：赛迪顾问、安信证券研究中心

图 5 各类家用便携式医疗电子产品增长速度

数据来源：赛迪顾问、安信证券研究中心

我们同样非常看好血氧仪、便携式心电监护仪等其他家用医疗电子产品。随着科技进步及认知程度的提高，这些产品的市场正在启动，预计未来将逐步展现出其惊人的市场潜力。

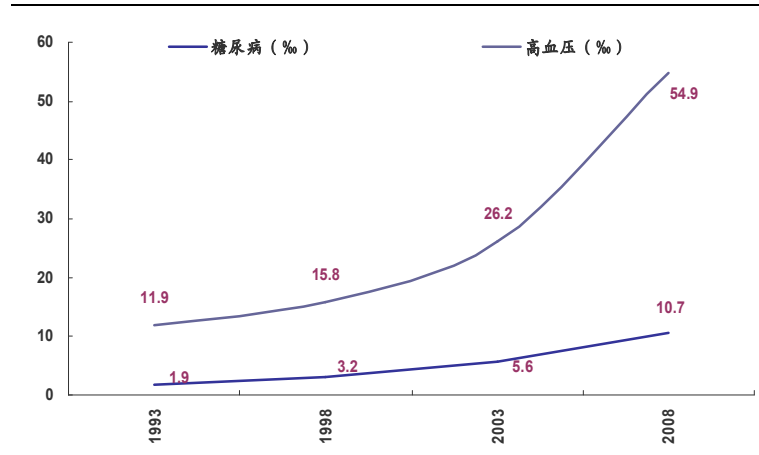
1.2. 医疗观念从治疗转向保健是家用医疗电子产品的根本驱动力

驱动家用医疗电子产品市场迅速增长的根本因素是医疗观念从治疗转向保健，而科技进步及城镇化、老龄化等因素引起的慢性病患者人数增加也起着不小的推动作用。

一是医疗观念从治疗转向保健。随着社会经济水平的提高，人们对于自我保健的重视程度越来越高，对于增进健康照顾的期望持续增加，因此构成了对于自我诊断与自我保健医疗器械的强烈需求。

二是科技进步。一方面，家用医疗电子产品具有消费品的性质，消费者对于价格比较敏感，而科技进步使得医疗电子产品的的制造成本大幅降低，逐渐成为大众消费品；另一方面，科技进步使得医疗电子产品性能更好、使用更便捷，使医疗电子产品更容易为广大用户所接受。

图 6 我国糖尿病和高血压的患病率近年来显著提升



数据来源：卫生部统计年鉴、安信证券研究中心

三是城镇化、老龄化等因素引致的慢性病患者率的提升。一方面，随着我国城镇化的推进，城市居民数量越来越多，而城市居民的慢性病患者率显著高于农村居民，另一方面，人口老龄化也导致我国慢性病患者数量逐年增加。根据国家卫生服务调查的数据显示，我国高血压的患病率从1993年的11.9%提升到2008年的54.9%，糖尿病的患病率则从1993年的1.9%提升到了2008年的10.7%，慢性病发病率均有了显著提升。

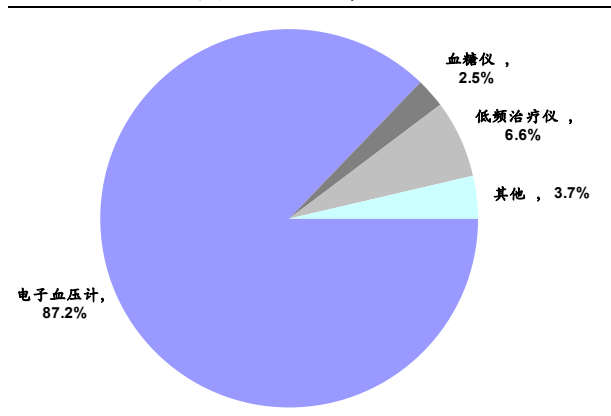
2. 国内家用医疗电子产品领军者

2.1. 家用医疗电子产品出口金额位居国内第一

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。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。公司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军者。

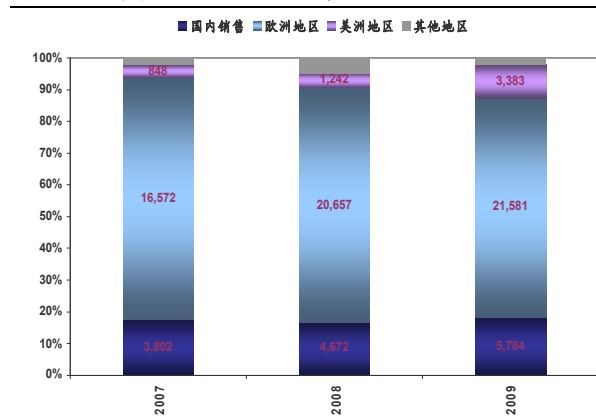
分产品来看，电子血压计仍然是公司目前最主要的收入来源。2010年上半年，公司电子血压计实现销售收入1.21亿元，占公司营业收入的比重为87.2%。血糖仪是公司2009年开发出来的新产品，2010年上半年实现销售收入353万元，正在逐步成为公司新的增长点，预计未来血糖仪在公司销售收入所占比重将进一步加大。

图 7 2010H 公司营业收入分产品划分



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8 公司营业收入分地域划分



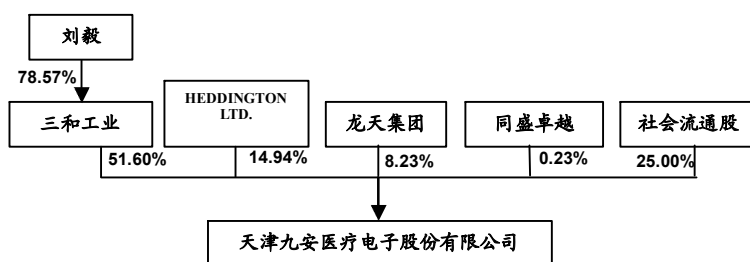
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

分地域来看，国际市场是公司最主要的市场。国际市场是目前公司最主要的收入来源，而国际市场中又以欧洲市场为主。但是由于目前欧洲电子血压计市场趋于饱和，公司正努力扩大以美国为主的美洲市场的开发力度——美洲市场销售规模近年来迅速扩大。与此同时，公司也正不遗余力的开拓国内市场，国内市场的销售额也正在步入快速增长通道中。

2.2. 公司首次公开发行后的股权结构

九安医疗的前身为柯顿（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，经商务部批准柯顿电器变更设立为天津九安医疗电子股份有限公司。2010年6月，公司首次公开发行股本3100万股，募集资金总额为6.01亿元，扣除发行费用后募集资金净额为5.71亿元。2010年6月10日，公司在深圳证券交易所挂牌上市。

图9 公司IPO后股权结构



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

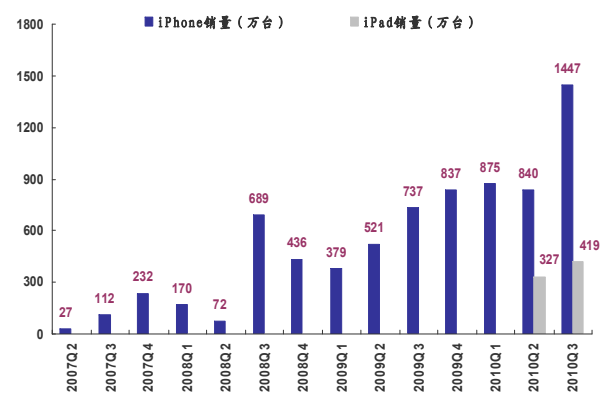
公司首次公开发行以后，天津市三和工业电器科技有限公司、HEDDINGTON LTD.、龙天集团有限公司、深圳市同盛卓越创业投资有限公司分别持有公司51.60%、14.94%、8.23%、0.23%的股份，为公司的限售股东，其余流通股东持股均未超过5%。公司董事长刘毅先生持有三和工业电器科技有限公司78.57%的股份，是公司的实际控制人。

3. 开发 ihealth 电子血压计，打造 ihealth 健康管理平台

3.1. iPhone 成为全球最畅销智能手机，iPad 新品上市潜力无限

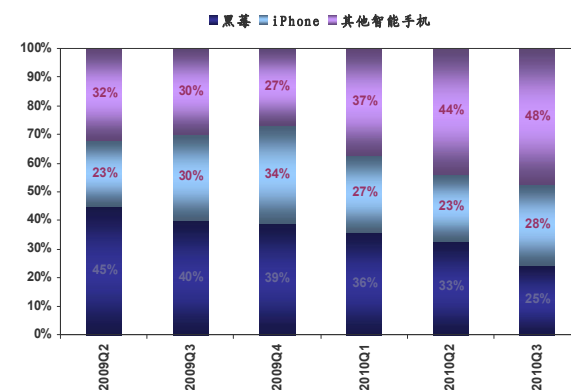
苹果公司的 iPhone 智能手机于2007年6月29日在美国上市。iPhone 将创新的移动电话、可触摸宽屏 iPod 以及具有桌面电子邮件、网页浏览、搜索和地图功能的突破性因特网通信设备这三种产品完美地融为一体，并引入了基于大型多触点显示屏和领先性新软件的全新用户界面，让用户用手指即可控制 iPhone，开创了移动设备软件尖端功能的新纪元，重新定义了移动电话的功能，深得广大用户的青睐。截至2010年3季度，iPhone 全球范围内的销量已经达到7374万台。不仅如此，苹果公司还凭借 iPhone4 的上市在2010年3季度实现1400多万台的销量，首次超越黑莓成为全球智能手机市场的老大。

图10 iPhone 及 iPad 上市以来销量



数据来源：苹果公司网站、安信证券研究中心

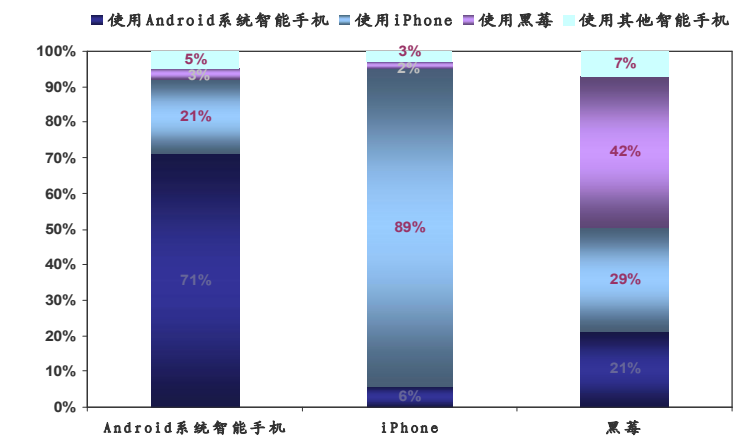
图11 全球智能手机市场份额



数据来源：Nielson Company、安信证券研究中心

据 Nielsen Company 的调查, iPhone 用户是所有智能手机用户中忠诚度最高的。全球 89% 的 iPhone 用户表示自己下次仍将购买 iPhone。而全球另一大智能手机品牌黑莓的用户仅有 42% 的用户表示下次仍将购买黑莓手机, 29% 的用户下次将尝试 iPhone。使用谷歌 Android 手机系统的忠诚度要比黑莓手机用户更高, 但仍有 21% 的用户表示下次将购买 iPhone。由此可见, iPhone 未来仍有望继续从竞争对手手中抢占更多的市场份额, 其销量将进一步扩大。

图 12 各大智能手机品牌用户下次计划购买手机的品牌调查

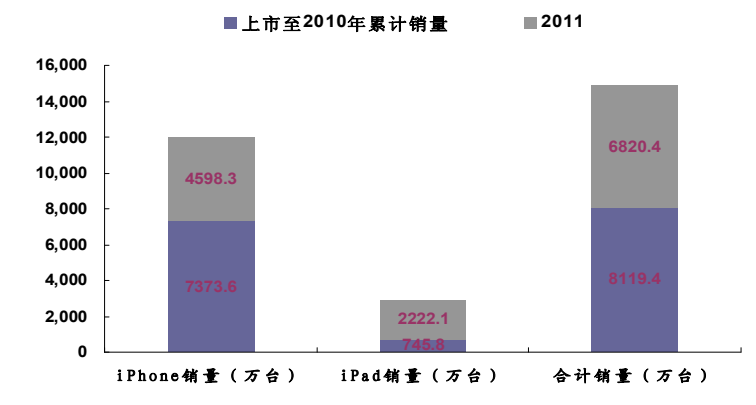


数据来源: Nielsen Company、安信证券研究中心

iPad 定位介于苹果的智能手机 iPhone 和笔记本电脑产品之间, 通体只有四个按键, 与 iPhone 布局一样, 提供浏览互联网、收发电子邮件、观看电子书、播放音频或视频等功能。iPad 凭借其超强的娱乐性及便携性, 上市不到 6 个月来销量即达到 746 万台, 远超过 iPhone 上市时的销量, 有研究机构称其竞争力甚至超过 iPhone。

据 J. P. Morgan 的预测, 2011 年 iPhone 全球销量为 4598.3 万台, iPad 的销量则将达到 2222.1 万台。依据此预测, 届时全球 iPhone 和 iPad 的总销量将达到 1.49 亿台, 且预计随着未来新款产品的不断推出, iPhone 和 iPad 系列产品的销售规模仍将进一步加大。

图 13 iPhone 和 iPad 未来前景依旧看好



数据来源: J. P. Morgan、安信证券研究中心

3.2. 与苹果合作开发 ihealth 电子血压计, 引领家用医疗电子产品革命

公司在 2010 年度半年报中指出, 公司将积极推出与苹果公司的 iPhone、iPad 联用的、集血压计与充电器为一体的 ihealth 电子血压计产品。该产品运用数字医疗的理念帮助人们进行健康管理, 代表着医疗保健领域的未来发展方向, 是对传统家用医疗电子产品的一种颠覆, 未来有望迅速普及。长远来讲, 我们认为, 该产品的发布将可能引

发家用医疗电子产品的革命，而公司无疑将走在这一场革命的最前沿。

ihealth 电子血压计使得数字医疗理念触手可及

传统的电子血压计的人机交流界面比较简单，只有显示屏和几个操作按钮。显示屏可以显示收缩压、舒张压、心率等多项指标的测量结果，并可以存储若干次的历史记录并调阅。除此之外，传统电子血压计几乎没有其他功能。传统电子血压计仅仅是一个简单的测量工具，使用者并无法充分利用监测结果进行健康管理。

公司与苹果公司合作开发的 ihealth 电子血压计集充电与测量血压两种功能为一体，自带数据采集器及控制芯片，通过 iPhone、iPad 上的应用软件进行血压测量。与传统电子血压计不同的是，借助 iPhone、iPad 优异的显示界面和超强的数据处理系统，该 ihealth 电子血压计不仅操作界面更为友好，并且可以存储上千次的测量结果，并通过不同方式对这些数据进行分析，甚至可以传递给医疗工作者进行远程医疗。该 ihealth 电子血压计在保持便捷性的同时，使得消费者花费相对较小的代价即可获得数字化的健康数据管理。

打造 ihealth 健康管理平台

数字医疗把当代计算机技术、信息技术应用于整个医疗过程，是未来公共医疗的发展方向和管理目标，而病人的健康信息正是构成数字医疗的重要基础。该新产品在带来便捷性的同时，也将数字医疗引入到寻常生活中。如果该电子产品大获成功的话，那么，可以预见诸如血糖仪、血氧仪，胎心仪等各种家用乃至医用医疗电子产品将嫁接到 apple 系列产品上，打造一个和 apple 品牌绑定的 ihealth 健康管理平台，这将大大加速数字化医疗的推广过程，从而带来数字化医疗的新时代。

目前，该 ihealth 电子血压计已经通过美国 FDA 认证，且预定于 2011 年 1 月在 CES 国际消费电子展上向全球发布。预计该产品将在美国市场率先上市，并于 1 年内在欧洲、亚洲等其他市场推出。

若 2011 年公司的 ihealth 电子血压计在美国、欧洲等地取得成功，公司甚至将可能考虑开发与 android 系统等其他智能手机关联的医用电子产品。

3.3. ihealth 电子血压计将使公司盈利实现爆发式增长

从市场容量来看，2011 年 iPhone 和 iPad 的总销量即将达到 1.49 亿台，假设全部用户中只有 0.20% 的用户购买该产品，则该产品的销量即可达到 30 万台，以 300 元/台，48% 的毛利率计算，则该产品将为公司贡献毛利 4320 万元。考虑苹果公司的营销能力及全球高血压患病率（目前全球高血压患者人数超过 10 亿人），我们认为未来该产品的销量将远超 30 万台。届时该产品给公司贡献的利润也将十分可观，这将成为公司明年盈利爆发式增长的最主要因素。

表 1 ihealth 电子血压计带来的盈利测算（销量单位：万台）

销量 毛利率	10	15	20	25	30	35	40	45	50
40%	1,200	1,800	2,400	3,000	3,600	4,200	4,800	5,400	6,000
41%	1,230	1,845	2,460	3,075	3,690	4,305	4,920	5,535	6,150
42%	1,260	1,890	2,520	3,150	3,780	4,410	5,040	5,670	6,300
43%	1,290	1,935	2,580	3,225	3,870	4,515	5,160	5,805	6,450
44%	1,320	1,980	2,640	3,300	3,960	4,620	5,280	5,940	6,600
45%	1,350	2,025	2,700	3,375	4,050	4,725	5,400	6,075	6,750
46%	1,380	2,070	2,760	3,450	4,140	4,830	5,520	6,210	6,900
47%	1,410	2,115	2,820	3,525	4,230	4,935	5,640	6,345	7,050
48%	1,440	2,160	2,880	3,600	4,320	5,040	5,760	6,480	7,200
49%	1,470	2,205	2,940	3,675	4,410	5,145	5,880	6,615	7,350
50%	1,500	2,250	3,000	3,750	4,500	5,250	6,000	6,750	7,500

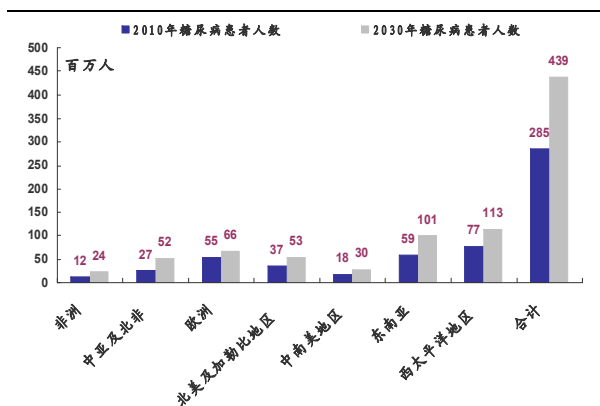
数据来源：安信证券研究中心

4. 血糖系列产品将成为公司新的盈利增长

4.1. 中国和美国均为糖尿病大国

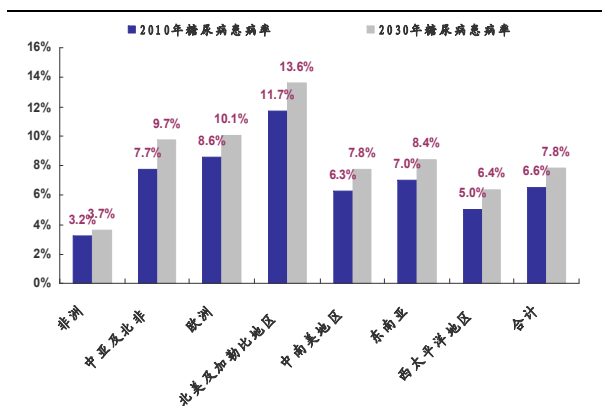
根据国际糖尿病联盟（IDF）2009 年的最新预测数据，2010 年全球 20-79 岁的糖尿病患者人数为 2.85 亿，糖尿病病人的医疗费用支出已经达到 3760 亿美元，占全球医疗卫生费用支出的 11.63%。不仅如此，未来全球糖尿病患病率仍将继续提高，2030 年 20-79 岁的全球糖尿病患者人数将达到 4.39 亿人，届时全球糖尿病病人的医疗费用支出则将达到 4900 亿美元，全球糖尿病的治疗与预防刻不容缓。

图 14 2010-2030 年全球主要地区糖尿病患者人数预测



数据来源：IDF，安信证券研究中心

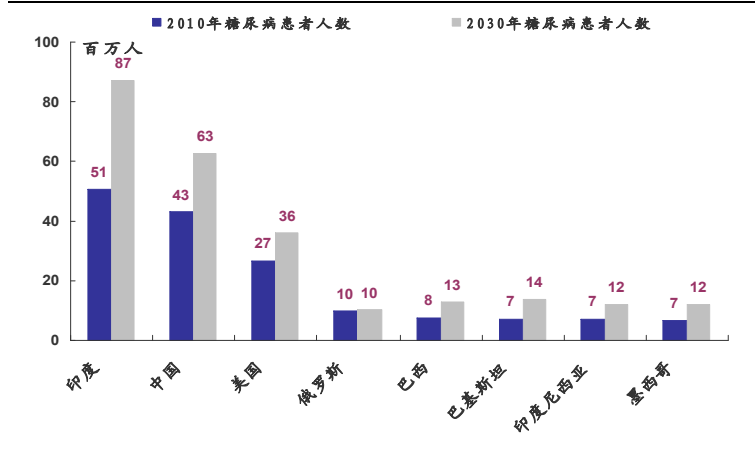
图 15 2010-2030 年全球地区糖尿病患病率



数据来源：IDF，安信证券研究中心

分国家来看，印度是目前全球糖尿病患者人数最多的国家，中国和美国分别以 4300 万和 2700 万糖尿病患者位居第二、第三位。预计到 2030 年，中国和美国糖尿病患者人数将分别达到 6300 万人和 3600 万人，糖尿病患者的医疗费用支出将分别达到惊人的 747 亿美元和 2643 亿美元。

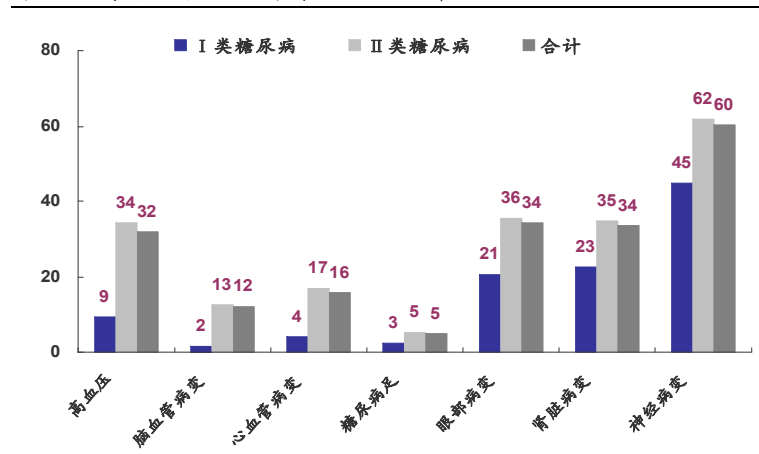
图 16 全球糖尿病患者人数最多的国家



数据来源：IDF，安信证券研究中心

糖尿病本身并不会对病人的生命健康构成重大威胁，但是糖尿病患者罹患各类并发症的概率较高，且并发症带来的致死致残率也相对较高。而及时有效地监测血糖，不仅能够使糖尿病患者病情得到缓解和遏制，还能有效防止并发症的发生，从而节省大量医疗费用，提高患者生存质量水平。因此，血糖监测构成了糖尿病管理中的重要组成部分。

图 17 我国糖尿病各种并发症发生率 (%)



数据来源：《中国糖尿病防治指南》、安信证券研究中心

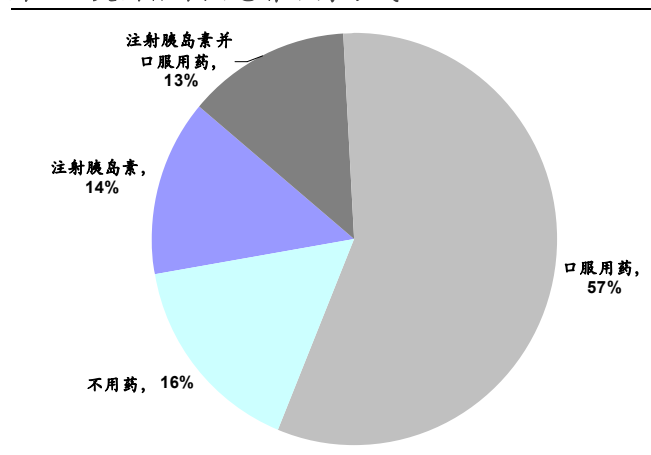
《中国糖尿病防治指南》指出：

- 1、I 型糖尿病患者应每日至少监测血糖 3~4 次；
- 2、注射胰岛素或使用促胰岛素分泌剂的患者应每日监测血糖 1~4 次；
- 3、血糖控制差/不稳定的患者或患有其他急性病者应每日监测直到血糖得到控制；
- 4、血糖控制良好或稳定的患者应每周监测一天或两天。

4.2. 国内市场有望形成突破

从美国的经验来看，糖尿病患者中注射胰岛素的占比达到 27%，口服用药的占比达到 57%，剩余的 16% 的患者并不接受药品治疗。考虑到我国的实际国情，我们假设国内糖尿病患者中注射胰岛素的占比达到 15%，口服用药的占比为 35%，剩余 50% 的患者不接受药品治疗。如果在上述比例的假定下，注射胰岛素的患者每日监测血糖一次，口服用药的患者每周监测一次，不用药的患者不监测血糖，那么全国血糖试纸的年消耗量为 31 亿条。那么以国内血糖试纸的价格 2.5 元/条计算，则血糖仪试纸的市场规模 78.42 亿元。

图 18 美国糖尿病患者治疗方式



数据来源：CDC、安信证券研究中心

表 2 我国血糖试纸市场规模分析

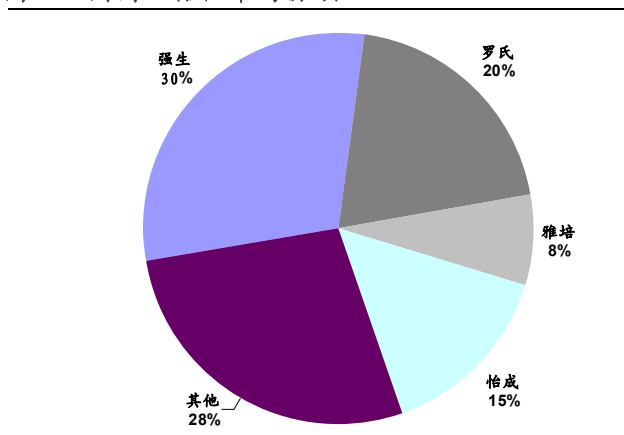
	患者人数(万人)	监测频率	年消耗量(亿条)	试纸单价(元/条)	市场规模(亿元)
注射胰岛素患者	645	每日一次	23.5425	2.5	58.86
口服药患者	1505	每周一次	7.826	2.5	19.57

数据来源：安信证券研究中心

目前，国内血糖仪市场主要市场份额大都外资企业占据，寡头垄断局面初步建立。由于糖尿病试纸必须与专用的血糖仪联用，而公司是血糖系列产品的后入者，因此必须通过促销手段来打破现有的血糖仪市场格局。公司采取的营销手段主要是买试纸送血糖仪及血糖仪以旧换新。我们认为上述促销手段将帮助公司在很大程度上打开市场，理由如下：

糖尿病患者的进行血糖检测的主要花费是在试纸上，因此其对试纸的价格敏感性应该比较高。而目前国内试纸的价格在 2.5-2.9 元/片，而进口试纸价格则在 3.9-5.5 元/片，国内试纸价格的竞争力十分明显。而上述促销活动中，最关键的是公司让患者几乎是免费获得了血糖仪，相当于无条件获得改用国内相对廉价的试纸的机会，对于糖尿病患者来说吸引力巨大。

图 19 国内血糖仪市场份额



数据来源：公司招股说明书、安信证券研究中心

2010 年上半年，公司血糖系列产品实现销售收入 353 万元，预计 2010 年全年实现销售收入 900 万元。我们预计 2011 年公司血糖系列产品在国内将形成突破，销售收入有望达到 2000-3000 万元。

4.3. 美国市场将于 2011 年启动

根据美国疾控中心的数据，2007 年美国糖尿病患者人数为 2360 万人，糖尿病患者的相关费用达到 1740 亿美元，其中直接治疗费用达到 1160 亿美元，保守估计其血糖试纸容量达到 20 亿美元。根据美国医疗保险规定，血糖试纸的报销比例约在 30-40% 之间，预计公司产品价格优势将帮助公司抓住美国医改的契机，打开美国市场。

公司血糖仪及试纸产品预计将于 2011 年 1 月通过 FDA 认证，并于 2011 年 3 月在美国上市。由于公司血糖仪产品将借助于已有的电子血压计的销售渠道进行销售，预计销售上量不会花太长的时间。我们预计公司 2011 年血糖试纸在美国的销售有望达到 1 亿片，贡献 6000 万-8000 万元的收入，预计未来 3 年增速将保持在 30% 以上。

5. 电子血压计：美国成为主要增长点，国内继续重点开拓

5.1. 欧洲地区需求不振，美国将成主要增长点

欧洲是目前公司电子血压计最主要的市场，但是由于 2010 年欧洲地区对于电子血压计的需求出现萎缩，预计 2010 年公司对欧洲出口金额有所下降。未来随着欧元经济复苏及欧元走强，预计公司电子血压计对欧洲的出口金额增长率将在 5%-10% 之间。

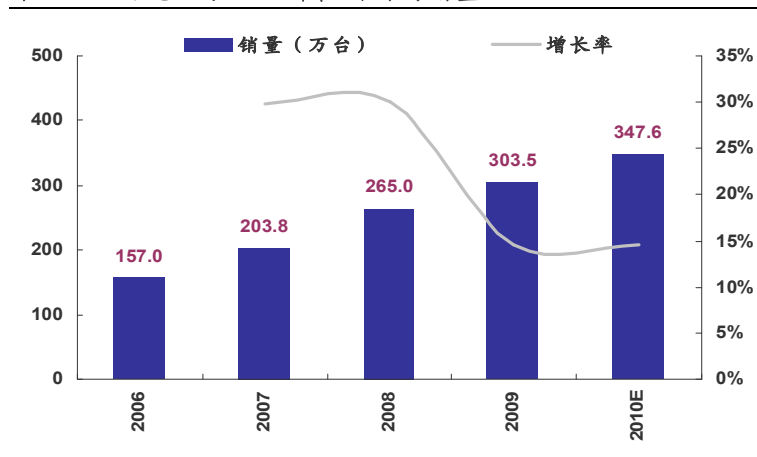
美国市场将成为电子血压计的主要增长点。美国市场电子血压计的年需求量大致为 1000 万台/年，市场需求规模巨大。目前美国市场上主要品牌 Mabis、Atico、veridian 等均由大陆和台湾企业贴牌生产，而目前公司已经和美国主流经销商沃尔玛、CVS、Mabis 建立了合作关系，未来计划继续采用 ODM 模式逐步替代竞争对手，从而成为美国市场的主要供应商之一。2009 年，公司电子血压计出口美国数量仅为 50 万台，未来增长潜力巨大，预计美国将成为公司电子血压计业务的主要增长点。

5.2. 国内市场继续重点开拓

日本目前 40% 以上的家庭拥有电子血压计，而我国这一比例仅为 11% 左右（测算方法：目前国内电子血压计销量在 500 万台左右，以电子血压计 8 年更换计算，电子血压计有效存量为 4000 万台，而 2009 年全国家庭户数为 3.64 亿户，家庭电子血压计拥有率 = $4000 \text{ 万台} / 3.64 \text{ 亿户} = 10.99\%$ ），可以想象，未来全国电子血压计市场潜力巨大。

目前，欧姆龙是国内电子血压计市场的龙头企业，2009 年在中国的销量达到 303.5 万台，占据全国电子血压计 65% 以上的市场份额，预计 2010 年销量将达到 347.6 万台。九安医疗 2009 年电子血压计国内销量为 31.8 万台，为国内第二的电子血压计厂商。

图 20 欧姆龙电子血压计在国内的销量



数据来源：欧姆龙年报、安信证券研究中心

公司电子血压计国内销售仍然处于起步阶段，目前已经建立基本的销售网络。我们认为，未来电子血压计的消费特点更加类似于电子消费品，随着公司品牌知名度的提高，公司电子血压计产品的增速有望超过 25%。

6. 公司盈利预测与估值

关键盈利预测假设：

1、销售收入：电子血压计在 2011 年增长率恢复到 16.8%，未来稳中有升；血糖仪 2009 年实现销售收入 900 万元，2011 年实现 7200 万元，并持续高增长态势；ihealth 电子血压计 2011 年实现销售收入 9000 万元，2011 年和 2012 年分别实现 55% 和 46% 的增长。

2、毛利率：ihealth 电子血压计 2011 年的毛利率为 48%，之后两年略有提升；公司

其他产品（除低频治疗仪外）的毛利率由于产销规模扩大而有所提升。

3、费用率：由于 ihealth 电子血压计主要以外销为主，所以预计公司销售费用率 2011 年以后会出现下降；管理费用则由于产销规模扩大而出现下降；利息费用则由于募集资金的到位而实现利息收入。

表 3 关键盈利预测假设（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
电子血压计	16,862	23,334	27,308	28,810	33,650	39,438	46,340
收入增长率		38.39%	17.03%	5.5%	16.8%	17.2%	17.5%
毛利率	32.05%	28.32%	33.78%	35.20%	36.10%	37.20%	38.50%
低频治疗仪	3,783	3,559	2,551	2,168	2,060	1,957	1,859
收入增长率		-5.91%	-28.34%	-15.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利率	56.30%	42.76%	43.89%	32.50%	31.80%	31.50%	30.90%
血糖系列产品				900	7,200	11,736	16,665
收入增长率					700.0%	63.0%	42.0%
毛利率				55.20%	57.20%	58.30%	58.80%
ihealth 电子血压计					9,000	13,950	20,367
收入增长率						55.0%	46.0%
毛利率					48.00%	52.00%	54.00%
其他	1,050	1,057	1,457	1,603	1,763	1,939	2,133
收入增长率		0.66%	37.89%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	24.61%	30.68%	13.85%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	21,694	27,951	31,316	33,481	53,673	69,020	87,364
增长率		28.84%	12.04%	6.91%	60.31%	28.59%	26.58%
毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	34.55%	40.03%	42.97%	45.23%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

按照上述假设，我们预测公司 2010-2012 年营业收入分别同比增长 6.9%、60.3%、28.6%。2010-2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.30 元、0.79 元和 1.16 元，净利润同比增长-5.8%、167.7%、46.3%，CAGR (2009-2012) 为 54.5%。

给予“增持-A”的投资评级，12 个月目标价为 40 元

考虑到公司未来打造 ihealth 健康管理平台的巨大潜力，若按照 2011 年业绩给予 50 倍 PE，则未来 12 个月目标价 40 元，给予“增持-A”的投资评级。

7. 风险提示

公司 ihealth 电子血压计与血糖系列产品销售不达预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-14		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	279.5	313.2	334.8	536.7	690.2	成长性					
减: 营业成本	195.0	207.7	219.1	321.8	393.7	营业收入增长率	28.8%	12.0%	6.9%	60.3%	28.6%
营业税费	-	-	-	-	-	营业利润增长率	-23.7%	23.1%	-5.4%	171.0%	46.7%
销售费用	16.9	17.5	28.8	38.1	45.9	净利润增长率	-28.7%	24.7%	-5.8%	167.7%	46.3%
管理费用	32.0	41.9	45.5	70.3	90.1	EBITDA 增长率	-23.9%	28.9%	3.9%	149.7%	51.3%
财务费用	0.0	1.2	-1.0	-7.5	-6.3	EBIT 增长率	-24.8%	26.3%	-10.1%	159.4%	51.1%
资产减值损失	0.1	0.6	0.5	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	-29.7%	27.9%	-10.4%	156.2%	50.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	151.5%	40.8%	40.8%	81.1%	40.3%
投资和汇兑收益	0.5	-	-	-	-	净资产增长率	16.8%	28.0%	337.4%	11.3%	14.9%
营业利润	35.9	44.2	41.8	113.4	166.4	利润率					
加: 营业外净收支	-0.4	1.0	0.8	0.8	0.8	毛利率	30.2%	33.7%	34.5%	40.0%	43.0%
利润总额	35.6	45.2	42.6	114.2	167.2	营业利润率	12.9%	14.1%	12.5%	21.1%	24.1%
减: 所得税	4.3	6.2	5.9	15.8	23.3	净利润率	11.2%	12.5%	11.0%	18.3%	20.9%
净利润	31.3	39.0	36.8	98.4	143.9	EBITDA/营业收入	13.2%	15.2%	14.8%	23.0%	27.1%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.9%	14.5%	12.2%	19.7%	23.2%
货币资金	31.6	19.4	548.6	444.9	399.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	17	33	74	111	152
应收帐款	35.3	71.8	79.5	130.4	171.4	流动营业资本周转天数	64	79	91	79	91
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	177	153	436	440	335
预付帐款	2.9	2.4	0.2	0.2	0.2	应收帐款周转天数	28	50	68	58	64
存货	58.2	44.8	45.0	63.5	75.5	存货周转天数	63	59	48	36	36
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.7	-0.7	-0.7	总资产周转天数	230	255	583	604	536
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	117	179	236	242	292
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	22.5%	21.9%	4.7%	11.3%	14.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.2%	16.4%	4.3%	10.3%	13.1%
固定资产	22.4	34.3	102.5	229.4	352.2	ROIC	60.8%	30.9%	19.7%	35.8%	29.8%
在建工程	18.9	28.5	34.0	51.8	64.2	费用率					
无形资产	35.6	34.9	34.9	34.9	34.9	销售费用率	6.0%	5.6%	8.6%	7.1%	6.7%
其他非流动资产	0.5	1.7	1.7	1.7	1.6	管理费用率	11.5%	13.4%	13.6%	13.1%	13.1%
资产总额	205.4	237.8	845.7	955.9	1,098.7	财务费用率	0.0%	0.4%	-0.3%	-1.4%	-0.9%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	17.5%	19.4%	21.9%	18.8%	18.8%
应付帐款	55.9	34.6	43.5	61.2	71.6	偿债能力					
应付票据	-	8.1	8.4	12.3	15.1	资产负债率	32.2%	25.0%	7.7%	9.1%	9.1%
其他流动负债	10.1	16.7	13.6	13.6	13.6	负债权益比	47.4%	33.3%	8.4%	10.0%	10.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.94	2.33	10.28	7.33	6.44
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.06	1.57	9.59	6.60	5.69
负债总额	66.1	59.5	65.4	87.1	100.3	利息保障倍数	#####	38.06	-40.84	-14.22	-25.28
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	93.0	93.0	124.0	124.0	124.0	DPS(元)	-	-	0.03	0.08	0.12
留存收益	46.3	85.4	656.3	744.8	874.4	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	139.3	178.4	780.3	868.8	998.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	31.3	39.0	36.8	98.4	143.9	EPS(元)	0.34	0.42	0.30	0.79	1.16
加: 折旧和摊销	1.2	3.5	8.7	17.7	27.0	BVPS(元)	1.12	1.44	6.29	7.01	8.05
资产减值准备	0.1	0.6	0.5	0.5	0.5	PE(X)	95.6	77.4	109.6	41.0	28.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	28.9	22.6	5.2	4.6	4.0
财务费用	-	0.1	0.3	-1.0	-7.5	P/FCF	-	-291.4	-107.0	-36.6	-92.8
投资收益	-0.5	-	-	-	-	P/S	14.4	12.9	12.0	7.5	5.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	81.5	63.5	70.8	29.3	19.7
营运资金的变动	-27.6	6.0	-0.3	-48.4	-40.4	CAGR(%)	46.5%	54.5%	75.4%	15.1%	11.4%
经营活动产生现金流量	2.5	42.7	44.6	60.7	124.7	PEG	2.1	1.4	1.5	2.7	2.5
投资活动产生现金流量	-41.5	-54.4	-80.0	-160.0	-160.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-14.4	-0.2	566.2	-2.4	-8.1	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 3 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。2010 年《新财富》最佳分析师第三名。

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2010 年《新财富》最佳分析师第三名。2009 年《新财富》最佳分析师第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034