

增持 首次

九安医疗 (002432)

2011 年 03 月 03 日

ihealth 开拓未来

3 月 3 日收盘价: 27.51 元

目标价: 32 元

消费小组首席分析师: 丁频
SAC 执业证书编号: S0850203100085
dingping@htsec.com
021-23219405
联系人: 刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人: 刘杰
liuj5068@htsec.com
021-23219269

近期我们调研了九安医疗, 就 ihealth 等相关问题与公司高管进行了沟通。我们的基本判断是: 公司原有产品 2011 年稳步增长 (部分产品恢复性增长), ihealth 是公司业绩弹性最大的部分, 也是我们看好的产品。我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.19 元、0.64 元和 0.86 元, 暂时给予“增持”评级。

1. ihealth 是公司最大的亮点

ihealth 美国潜在市场巨大, 产品已在苹果渠道逐步铺开。ihealth 是公司新开发的一代血压计, 可应用在 ipad、iphone4、以及新一代 itouch。我们估计 2011 年市场上将有 2-3 亿台 iphone4、ipad, 而美国有 15-16% 的用户在 50 岁以上, 因此有经常测量血压需求的在 3000 万-4800 万人。CES 国际消费电子展期间公司通过自有网站的销售, 目前通过 google 搜索 ihealth 有 10 万多个链接。公司产品目前正在苹果渠道逐步铺开, 售价 99.95 美元, 已经进入部分苹果门店, apple store 也有销售 (见图 1)。

图 1 ihealth 已进入 apple store (第 2 行第 4 个)

Staff Picks			
Panasonic HM-TA1 Video Camera  ★★★★★ \$89.95 Was \$169.95 Save \$80.00	Palo Alto Audio Design Cubik...  ★★★★★ \$199.95	Apple Magic Mouse  ★★★★★ \$69.00	Hurley Geometric Backpack  \$79.95
Cole Haan 15" Leather...  ★★★★★ \$399.95	EA Dragon Age II  \$59.95	Parrot AR.Drone  ★★★★★ \$299.95	iHealth Blood Pressure Dock  ★★★★★ \$99.95

资料来源: <http://store.apple.com/us>, 海通证券研究所

ihealth 打造血压计自有品牌, 后续系列产品正在研发。以往公司出口血压计都是贴牌, 我们认为战略上公司想把 ihealth 作为打造自有强势品牌的一个契机。ihealth 是公司试水搭载于苹果平台的第一个产品, 我们预计该产品获得成功, 后续搭载于苹果平台的血糖仪、体重秤、胎心仪等将陆续推出。

ihealth 今年将在欧洲地区销售。由于消费习惯等原因，欧洲血压计容量要大于美国，我们预计公司可能下半年在欧洲地区推广 ihealth，地区会优先主推使用苹果系统较多的国家，如英国（45%用户使用苹果系统）。综合考虑以上因素，我们预计 ihealth 今年销量有望达到 30 万台。但是由于 ihealth 销量对公司业绩影响较大，我们作了敏感性分析。

表 1 ihealth 对公司收入和 EPS 敏感性分析

ihealth 销量（万台）	10	20	30	40	50	60	70
营业收入（百万元）	397	429	462	494	527	559	592
EPS（元/股）	0.45	0.54	0.64	0.73	0.83	0.92	1.01

资料来源：海通证券研究所

2. 传统电子血压计外销略有下降，内销稳步有增

公司 2010 年外销电子血压计收入下降主要因为欧洲德国地区销量下降，我们预计销售额可能略低于 2 亿；内销部分稳步增长。我们认为随着全球经济好转，今年欧洲地区血压计收入会出现恢复性增长，该部分业绩弹性不大，基本保持稳步增长的趋势。

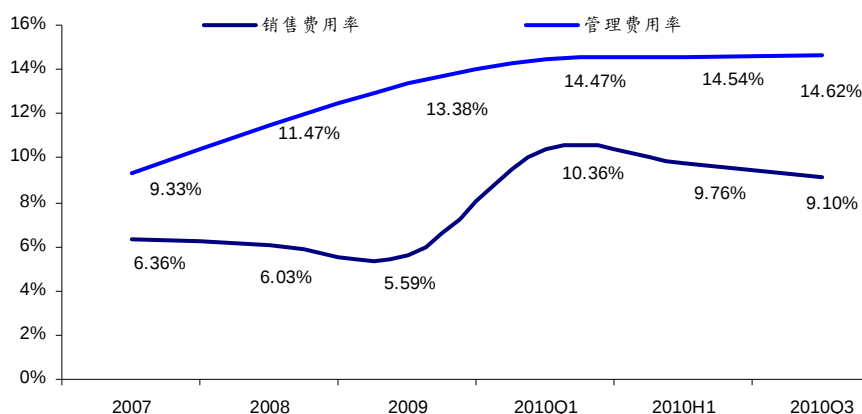
3. 血糖仪尚处于推广期，短期对业绩贡献较小

相对于血压计来说，病人对血糖仪粘性更大，因为高血压短期症状并不明显，而高血糖则有相对明显的症状。血糖仪我们预计去年销售 1000 多万，毛利率和内销血压计相近，但公司广告费用投入较多，因此去年血糖仪对利润贡献很小。罗氏和强生占血糖仪 65% 市场，销售重点集中在医院渠道的维护，而售后服务是相对弱项，因此公司采取差异化竞争。提高售后服务，如血糖试纸买到半年的用量，公司则会上门服务。我们预计 2011 年血糖仪基本达到盈亏平衡。

4. 预计 2010 年费用大幅提升

销售费用方面，公司 2010 年前三季度销售费用 1950 万元已经超过 2009 年全年销售费用 1750 万元，我们认为销售费用的提高主要因为 2010 年公司开拓血糖仪所投入的广告费用等。在推广血糖仪之前，公司主营电子血压计（收入占比超过 80%），而电子血压计中 80% 以上收入来自 OEM，销售费用较少。公司 2011 年重点以自有品牌推广 ihealth，因此我们认为销售费用仍然会提升。**管理费用方面**，我们认为 2010 年管理费用提升主要来自 ihealth 的研发费用，公司后续搭载于苹果平台的产品也在研发之中，我们认为，2011 年管理费用可能略高于 2010 年。

图 2 公司销售费用率和管理费用率大幅提高



资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 短期目标价 32 元，“增持”评级

我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.19 元、0.64 元和 0.86 元。3 月 3 日收盘价 27.51 元，对应 2011 年和 2012 年 PE 分别为 42.98 倍、31.98 倍，股价基本已经反应了市场对 ihealth 的预期销量在 30 万台以上。我们暂时给予“增持”的投资评级，短期目标价 32 元。

表 2 公司产品收入预测

		2009	2010E	2011E	2012E
血压计外销	收入（百万元）	226.64	192.64	240.80	272.11
	同比（%）	18.32	-15.00	25.00	13.00
	毛利率（%）	27.20	24.66	24.66	22.33
血压计内销	收入（百万元）	46.44	51.09	58.75	67.56
	同比（%）	11.11	10.00	15.00	15.00
	毛利率（%）	65.89	63.00	63.00	63.00
ihealth	收入（百万元）			97.50	157.63
	同比（%）				61.67
	毛利率（%）			63.08	61.93
低频治疗仪	收入（百万元）	25.51	25.51	26.78	26.78
	同比（%）	-28.34	0.00	5.00	0.00
	毛利率（%）	43.89	43.89	43.89	43.89
血糖仪	收入（百万元）		10.00	25.00	40.00
	同比（%）			150.00	60.00
	毛利率（%）		65.00	65.00	65.00
其他	收入（百万元）	14.57	13.11	13.11	13.11
	同比（%）	37.89	-10.00	0.00	0.00
	毛利率（%）	13.85	28.00	28.00	28.00
合计	收入（百万元）	313.16	292.35	461.95	577.19
	同比（%）		-6.64	58.01	24.95
	毛利率（%）	33.68	34.57	41.04	41.99

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 公司预测利润表（百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	313.16	292.35	461.95	577.19
营业成本	207.70	191.29	272.37	334.81
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	17.50	29.23	47.12	57.72
管理费用	41.91	43.85	50.81	60.60
财务费用	1.19	0.13	-0.61	0.08
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.22	27.84	92.25	123.97
利润总额	45.23	27.84	92.25	123.97
归属于母公司净利润	39.04	23.94	79.34	106.62
摊薄每股收益（元/股）	0.31	0.19	0.64	0.86

资料来源：公司公告，海通证券研究所

6. 风险提示

ihealth 销售不达预期的风险

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。