

建议申购

研发驱动的医疗器械领先者

估值区间: 39.14~44.29

2011年4月8日

理邦仪器IPO投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	7500
本次发行股数(万)	2500
发行后总股本(万)	10000
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	2011/04/13
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
张浩	20.86%
谢锡城	19.07%
祖幼冬	17.88%

行业指数



资料来源: 招商证券

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxxh@cmschina.com.cn

理邦仪器是一家国内领先并持续快速成长的医疗电子设备供应商。公司产品质量过硬,研发实力雄厚,拥有覆盖全球 120 多个国家和地区的营销网络,产品畅销海内外。按 2011 年 EPS 1.03 元(剔除财务费用影响),给予 38~43 倍预测 PE,我们认为公司合理估值为 39.14~44.29 元,建议积极申购。

- **公司是中高端医疗器械领军企业。**公司在产科、心电、监护、超声影像四大领域提供 80 多种型号的产品。2009 年公司产科系列产品市场份额全国第一,心电系列产品国内品牌市场份额第一、出口市场份额第一,监护系列产品出口市场份额第三。公司业务近三年快速增长,2008 年至 2010 年,公司营业收入由 1.76 亿元增长至 3.21 亿元,增幅为 82.31%;净利润由 2839.81 万元增长至 6529.19 万元,增幅为 129.92%。
- **产品毛利率高,营销网络覆盖广。**公司是国家级高新技术企业,又是政府认定的“软件企业”,产品质量过硬并远销海内外。因此,近几年公司销售毛利率高于同行业平均水平,且仍在不断提高。目前公司拥有国内营销人员 229 人、国际营销人员 94 人,公司在全国设有 23 个办事处,拥有 2400 多家国内经销商,覆盖了国内 2000 多个县市和 480 余家三级以上综合医院;拥有 1166 家国际经销商,覆盖了全球 120 多个国家和地区,为未来产品叠加、扩大市场份额奠定了渠道基础。
- **医疗器械前景广阔。**全球医疗器械市场销售总额已从 2001 年的 1870 亿美元上升至 2009 年的 3553 亿美元,年复合增速达 8.35%;2000 年至 2009 年,中国医疗器械产业整体规模增长 460%,年复合增长率为 21.06%,其中医疗诊断、监护及治疗设备制造业工业总产值 2009 年达到 338 亿元,年复合增长率为 27.7%,明显高于国内医疗器械领域整体增速。目前,我国医疗器械与药品的消费比例仅为 1:10,而发达国家该比例已经达到 1:1,发展空间巨大。
- **剔除财务费用影响后,给予 2011 年 38~43 倍预测 PE,合理估值 39.14~44.29 元,建议积极申购。**预计 2010~2012 年营业收入同比增长 47%、45%和 41%,净利润增长 90%、40%和 47%,实现摊薄后 EPS 1.18 元、1.63 元和 2.38 元(剔除财务费用影响后为 1.03 元、1.49 元和 2.25 元)。公司高成长性明显,研发实力雄厚,募投项目为公司未来发展提供了可靠的保障,给予 2011 年 38~43 倍预测 PE,我们认为公司合理估值 39.14~44.29 元,建议积极申购。主要风险为行业竞争加剧和汇率风险。

主要财务数据

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	229	321	473	687	968
同比增长	30%	40%	47%	45%	41%
营业利润(百万元)	45	67	128	179	264
同比增长	67%	51%	90%	40%	47%
净利润(百万元)	46	66	118	163	238
同比增长	62%	44%	79%	38%	46%
每股收益(元)	0.09	0.88	1.18	1.63	2.38
ROE	469.1	47.4	35.2	25.6	17.6

资料来源: 招商证券

正文目录

一、公司概况.....	3
二、发行简况.....	3
三、募集资金投向.....	4
四、子行业龙头，成长性突出.....	5
1、公司成长性好，产品市场占有率高.....	5
2、行业前景广阔.....	6
3、公司毛利率高于行业平均水平.....	8
4、研发投入和研发效率高.....	8
5、遍布全球的营销网络.....	9
6、产品具备海外市场竞争力.....	9
五、业绩预测与估值.....	11

图表目录

图 1: 发行前公司的股权结构.....	4
图 2: 2008~2010 年公司主营业务收入情况.....	6
图 3: 2008~2010 年公司净利润增长情况.....	6
图 4: 2001~2009 年全球医疗器械销售收入.....	7
图 5: 2001~2009 年中国医疗器械市场容量.....	7
图 6: 2007~2015 年国内产科监护仪器市场规模.....	7
图 7: 2007~2015 年国内多参数监护仪器市场规模.....	7
图 8: 2007~2015 年国内心电生理设备市场规模.....	8
图 9: 2007~2015 年国内超声影像设备市场规模.....	8
图 10: 公司研发人员占比高.....	9
图 11: 公司持续高强度的研发投入.....	9
图 12: 2008~2010 年公司产品外销与内销占比.....	10
图 13: 外销毛利率高于内销.....	10
图 14: 医药行业历史 PEBand	12
图 15: 医药行业历史 PBBand	12
表 1: 发行前后公司股权结构的变化情况.....	4
表 2: 募集资金投向.....	5
表 3: 公司主要产品市场及销售概况.....	6
表 4: 公司的主要产品.....	6
表 5: 公司与国内主要医疗器械公司毛利率比较.....	8
表 6: 理邦仪器分产品销售收入预测.....	11

一、公司概况

理邦仪器是一家集研发、生产、销售和服务为一体，国内领先并在全球持续快速成长的医疗电子设备供应商，前身为成立于 1995 年 8 月 2 日的深圳市理邦精密仪器有限公司。2010 年 3 月 30 日，理邦有限整体变更设立理邦仪器，公司注册资本 7500 万元。

公司在产科、心电、监护、超声影像四大领域提供 80 多种型号的产品，公司拥有国内经销商 2400 余家，国际经销商 1166 家，产品覆盖了全国 480 家以上的三级以上综合医院，并销往全球 120 多个国家和地区。公司业务近三年快速增长，2008 年至 2010 年，公司营业收入由 1.76 亿元增长至 3.21 亿元，增幅为 82.31%；净利润由 2839.81 万元增长至 6529.19 万元，增幅为 129.92%。

公司系国家高新技术企业，目前承担了 2 项国家级科技支撑计划项目，设有深圳市政府委托建设的“深圳市医用传感器企业研究开发中心”，拥有专利 47 项、核心保密技术 55 项、储备新技术 30 项；荣获福布斯杂志颁发的 2009 年度中国最具成长潜力 200 强企业（第 17 名）、美国 Red Herring 杂志颁发的 Red Herring 2009 全球 100 强，以及中国清科集团颁布的 2009 中国最具投资价值企业 50 强。

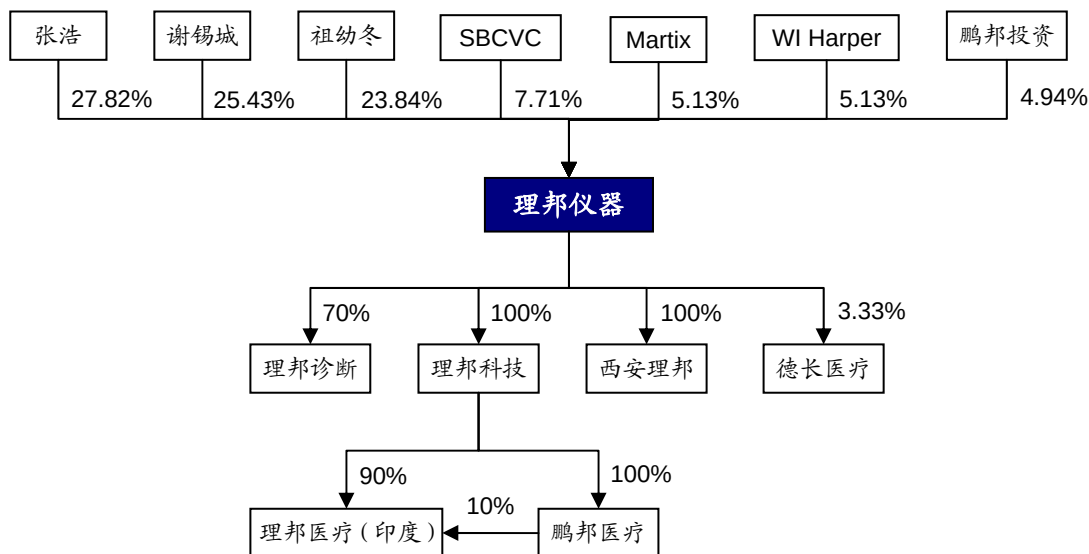
公司高度重视产品质量安全，并具备强大的产品质量控制能力：公司分别通过 ISO-9001/ISO-13485 质量管理体系认证以及国内医疗器械行业的 CMD 体系认证；公司产品在中国境内已获得《医疗器械注册证》、《中华人民共和国制造计量器具许可证》等相关经营资质许可，并通过美国 FDA 注册、CE 认证、3C 认证及 CMC 计量认证等多项国际产品质量体系的认证或注册。

二、发行简况

本次发行前公司董事长兼总经理张浩、副总谢锡城和副总祖幼冬所持股份分别为 2086.12、1907.17、1788.10 万股，占比分别为 27.82%、25.43%、23.84%，三人合计持有公司 77.09% 的股份，三人为公司实际控制人。

高素质的研发团队和具备医药、营销等专业知识的复合型营销团队是公司核心竞争力的保障。因此，为了使核心员工能分享公司的成长和收益，公司全体股东及董事会决定，由 151 位员工设立鹏邦投资，并通过鹏邦投资持有公司股权。

图 1: 发行前公司的股权结构



资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

公司本次发行前的总股本为 7500 万股, 本次拟发行 2500 万股, 占发行后总股本的比例为 25%。本次发行完成后, 实际控制人仍为公司董事长兼总经理张浩、副总谢锡城和副总祖幼冬三人。

表 1: 发行前后公司股权结构的变化情况

序号	股东名称	任职情况	本次发行前		本次发行后	
			持股数 (万股)	持股比例	持股数 (万股)	持股比例
1	张浩	董事长、总经理	2086.12	27.82%	2086.12	20.86%
2	谢锡城	董事、副总经理	1907.17	25.43%	1907.17	19.07%
3	祖幼冬	董事、副总经理	1788.10	23.84%	1788.10	17.88%
4	SBCVC		578.21	7.71%	578.21	5.78%
5	Martrix		385.00	5.13%	385.00	3.85%
6	WI Harper		385.00	5.13%	385.00	3.85%
7	鹏邦投资		370.40	4.94%	370.40	3.70%
8	社会公众股		-	-	2500	25.00%
合 计			7500	100%	10000	100%

资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

三、募集资金投向

为了进一步提升公司的研发能力和生产能力, 降低公司内部管理成本、提高运营效率, 扩大公司的销售网络和客户服务能力并实现业务规模的快速稳定增长, 公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股不超过 2500 万股, 不超过发行后总股本的 25%, 实际募集资金扣除发行费用后的净额全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需的营运资金, 按轻重缓急顺序投资以下项目。

表 2：募集资金投向

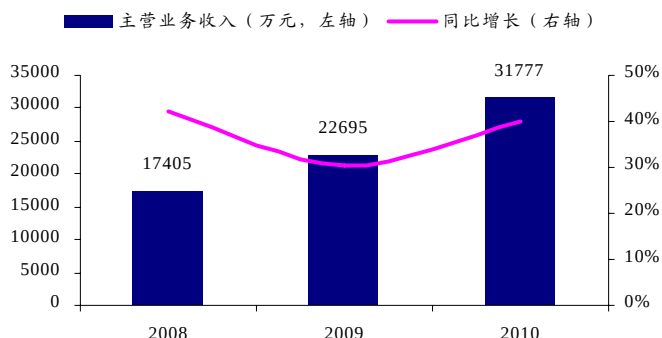
序号	项目名称	募集资金投资 (万元)	建设周期	项目概况																																									
1	研发中心扩建项目	20,127.00	3 年	● 本项目的投入旨在进一步完善公司各产品线研发设施并增加相关经费投入，提升产品开发能力，提升产品竞争力。其中研发平台及验证平台建设投资 7,566.00 万元，各产品线新产品研发投入投资 12,561.00 万元。																																									
2	生产平台扩建项目	4,669.75	1.5 年	● 其中建设投资 401.75 万元，建设设备 968.00 万元，流动资金 3,300.00 万元。实施生产平台扩建项目，改进生产线并扩大规模，解决产能瓶颈，保障高效供应能力的需要。 本项目建成后，将新增 11 条生产线，各产品线具体产能规划如下所示： <table><tr><th colspan="2" rowspan="2">产品类型</th><th colspan="3">产能（单位：台）</th><th rowspan="2">项目完成后新增生产线数量</th></tr><tr><th>第一年</th><th>第二年</th><th>第三年</th></tr><tr><td rowspan="2">产科</td><td>胎儿/母亲监护仪等</td><td>12,000</td><td>21,600</td><td>38,880</td><td>1</td></tr><tr><td>胎心多普勒</td><td>60,000</td><td>108,000</td><td>194,400</td><td>2</td></tr><tr><td rowspan="4">监护</td><td>多参数监护仪等</td><td>22,500</td><td>40,500</td><td>72,900</td><td>2</td></tr><tr><td>血氧饱和度检测仪</td><td>13,920</td><td>20,184</td><td>29,627</td><td>2</td></tr><tr><td>心电</td><td>37,500</td><td>67,500</td><td>121,500</td><td>2</td></tr><tr><td>超声影像</td><td>12,000</td><td>21,600</td><td>38,880</td><td>2</td></tr></table>	产品类型		产能（单位：台）			项目完成后新增生产线数量	第一年	第二年	第三年	产科	胎儿/母亲监护仪等	12,000	21,600	38,880	1	胎心多普勒	60,000	108,000	194,400	2	监护	多参数监护仪等	22,500	40,500	72,900	2	血氧饱和度检测仪	13,920	20,184	29,627	2	心电	37,500	67,500	121,500	2	超声影像	12,000	21,600	38,880	2
产品类型		产能（单位：台）					项目完成后新增生产线数量																																						
		第一年	第二年	第三年																																									
产科	胎儿/母亲监护仪等	12,000	21,600	38,880	1																																								
	胎心多普勒	60,000	108,000	194,400	2																																								
监护	多参数监护仪等	22,500	40,500	72,900	2																																								
	血氧饱和度检测仪	13,920	20,184	29,627	2																																								
	心电	37,500	67,500	121,500	2																																								
	超声影像	12,000	21,600	38,880	2																																								
3	营销网络扩建及品牌运营建设项目	12,603.16	3 年	● 营销网络扩建包括销售网络扩建和服务网络建设两个部分，其中营销网络扩建投资 5,900.16 万元，品牌运营建设的投资 6,703.00 万元，在国内外各新增 10 个办事处（客户服务中心），公司还将建立 66 个临床示范基地（客户体验中心）让客户更真切、直接地体验公司的产品，提高客户对产品和品牌的认可度。																																									
4	信息化平台建设项目	5,011.44	3 年	● 本项目利用现代信息技术，有效地开发和利用信息资源，有助于加强企业内部管理，提高工作效率，并降低沟通成本，降低生产成本，减少制造系统员工的劳动强度和制造费用，有助于公司管理层对企业内外运营情况的掌握，提升公司管理层决策的科学性和可靠性。																																									
5	其他营运资金项目	【 】																																											

资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

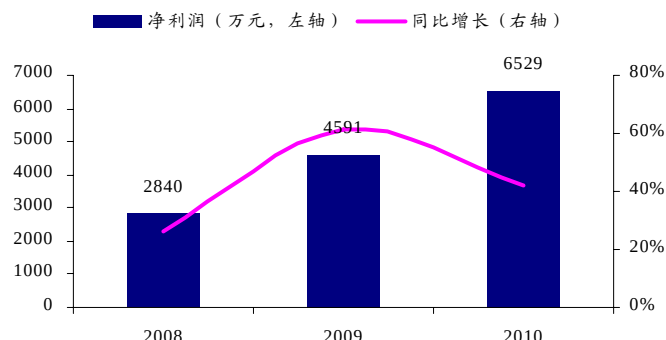
四、子行业龙头，成长性突出

1、公司成长性好，产品市场占有率高

公司业务近三年快速增长：2008 年至 2010 年，公司营业收入由 1.76 亿元增长至 3.21 亿元，增幅为 82.31%，复合增长率为 35%；净利润由 2840 万元增长至 6530 万元，增幅为 129.92%，复合增长率为 52%，成长性突出。

图 2: 2008 ~2010 年公司主营业务收入情况


资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 3: 2008 ~2010 年公司净利润增长情况


资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

公司采用以研发创新为核心、以营销渠道拓展为驱动，全球化发展的经营模式，产品主要包括产科、心电、监护、超声影像四大类设备，销售遍及全球 120 多个国家和地区，2009 年公司产科系列产品市场份额全国第一，心电系列产品国内品牌市场份额第一、出口市场份额第一，监护系列产品占出口市场份额第三。

表 3: 公司主要产品市场及销售概况

产品系列	市场占有率	2010 年			2009 年			2008 年		
		收入 (万元)	收入占比	毛利率	收入 (万元)	收入占比	毛利率	收入 (万元)	收入占比	毛利率
产科	第一	7829	25%	66%	6906	30%	66%	6168	35%	63%
监护	第三	19766	34%	53%	6643	29%	51%	3763	22%	45%
心电图	第一	7946	25%	60%	5696	25%	53%	4998	29%	52%
超声影像	较大	3934	12%	57%	2661	12%	57%	2089	12%	51%
零配件		1302	4%	67%	788	3%	62%	387	2%	66%
合计		31777	100%	59%	22695	100%	57%	17405	100%	54%

资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

表 4: 公司的主要产品

产品系列	主要产品
产科	胎心多普勒仪、超生多普勒胎儿监护仪、胎儿/母亲监护仪、产科中央监护系统、产科远程监护系统、产科综合诊断监护系统。
监护	便携式多参数监护仪、中央监护系统、血氧饱和度检测仪等。
心电图	数字式十二道心电图机、数字式六道心电图机、心电工作站、单道心电图机、多道心电图机等。
超声影像	全数字超声诊断系统、超生影像管理系统、经颅多普勒诊断系统、便携式经颅多普勒血流分析仪。

资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

2、行业前景广阔

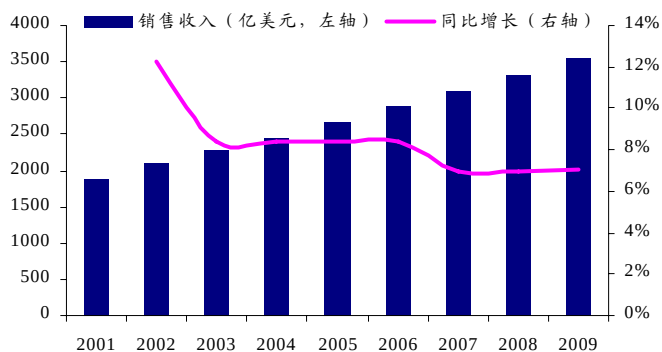
据欧盟医疗器械委员会的统计数字，全球医疗器械市场销售总额已从 2001 年的 1,870 亿美元迅速上升至 2009 年的 3,553 亿美元，年复合增速达 8.35%，全球医疗器械市场需求增长率超过同期 GDP 增幅。

2000 年至 2009 年，中国医疗器械产业整体规模增长 460%，年复合增长率为 21.06%，

工业增加值在全国 GDP 中所占比重稳步上升。

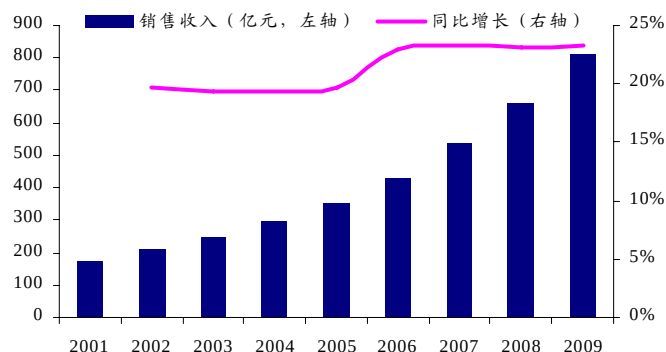
虽然我国医疗器械产业整体发展较快,但仍无法充分满足国内市场需求。目前,我国医疗器械与药品的消费比例仅为 1:10,而发达国家该比例已经达到 1:1,由此可见我国医疗器械产业还存在较大差距,市场发展空间巨大。

图 4: 2001~2009 年全球医疗器械销售收入



资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

图 5: 2001~2009 年中国医疗器械市场容量



资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

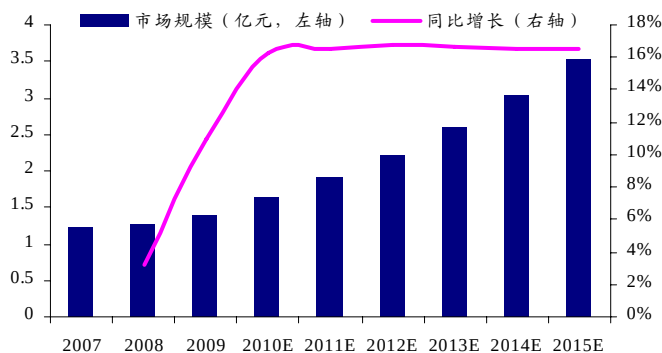
➤ 监护类

根据 Global Markets Direct 的数据显示,2009 年全球临床监护类设备市场规模为 48.10 亿美元。2009 年,我国医疗监护仪市场规模超过 20 亿元,过去三年市场需求复合增速达到 33%。据海关分类数据排名统计,2009 年,公司监护类产品出口额位居全国第三。

据中国人口统计年鉴分析,2008 年我国新生儿出生率为 1.23%,新生儿数量超过 1600 万人,由此可见未来我国产科监护市场前景广阔,到 2015 年市场规模将达到 3.5 亿元,复合增长率约为 14.8%。2009 年,公司产科监护产品市场占有率为 21.89%,位列第一。

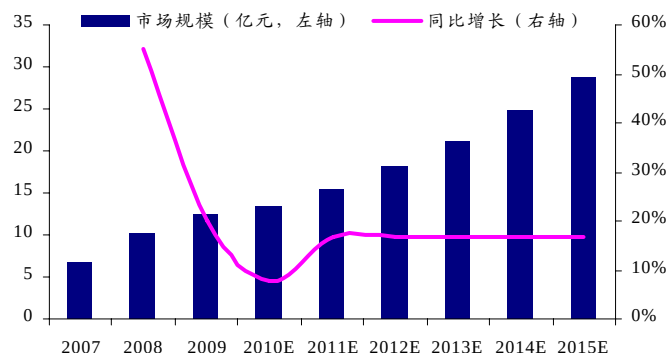
2009 年我国多参数监护仪市场规模达到 12.39 亿元,预计到 2015 年将达到 28.77 亿元,复合增长率约为 20.2%。

图 6: 2007~2015 年国内产科监护仪器市场规模



资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

图 7: 2007~2015 年国内多参数监护仪器市场规模



资料来源: 招股意向书, 招商证券研发中心

➤ 心电图类

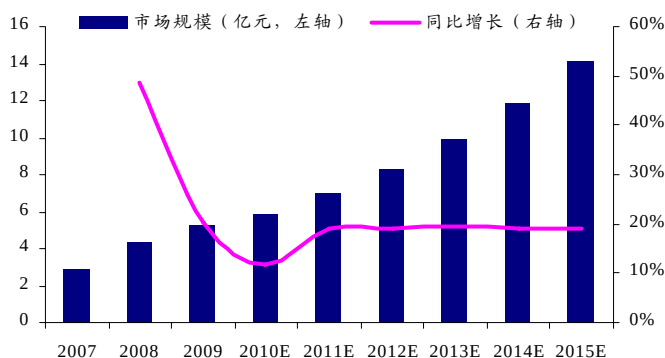
我国心电图机生产能力与国际企业差距明显,专业的心电图机生产企业不超过 30 家。

2009 年市场规模为 5.26 亿元，国内 90% 的心电图机市场份额被国外品牌占据，国产心电图机仅占市场份额的 10%。公司 2008 年和 2009 年心电设备产品分别出口 3,539.2 万元、3,931.6 万元，分别占全国出口总额的 21.14%、22.04%，连续两年在国内出口心电生理设备的企业中位居第一。

➤ 超声影像类

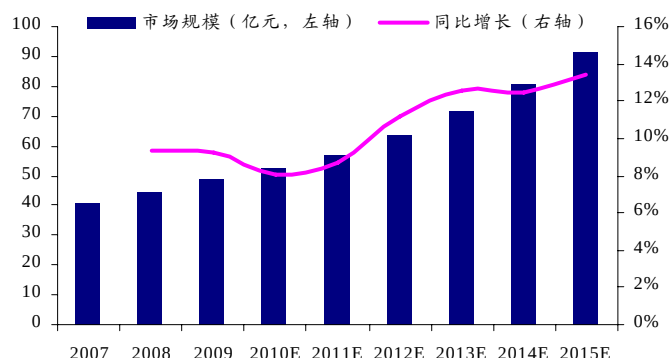
公司超声影像设备销售收入以 B 超为主，占 2009 年本产品线收入的 73.21%。国内超声影像市场规模 2009 年达 48.70 亿元。公司的超声影像设备 2009 年占公司产品总销售额 11.73%，其中 68.83% 的超声影像设备销往国外市场。

图 8：2007~2015 年国内心电生理设备市场规模



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 9：2007~2015 年国内超声影像设备市场规模



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

3、公司毛利率高于行业平均水平

公司主要从事医疗电子设备的研发、生产与销售，国内企业中与本公司业务范围、经营模式类似的主要有迈瑞医疗、九安医疗、万东医疗、上海光电、北京福田等，其中上海光电、北京福田为非上市公司，无公开披露财务数据对比，选取迈瑞医疗、九安医疗、万东医疗进行对比分析。

表 5：公司与国内主要医疗器械公司毛利率比较

公司名称	销售毛利率 (%)		
	2010	2009	2008
万东医疗	36.30	31.47	33.65
迈瑞医疗	57.43	55.80	54.20
九安医疗	34.28	3.68	30.25
理邦仪器	59.12	57.41	54.47
行业平均	42.96	40.32	39.38

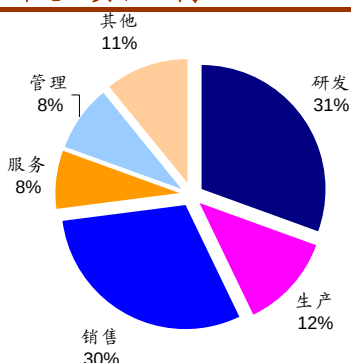
资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

4、研发投入和研发效率高

截至 2010 年 12 月 31 日，公司拥有 261 人的高学历、人员结构稳定的研发团队，占公司总人数的 30.56%，其中包括核心技术人员在内的核心骨干研发人员 69 人；硕士及以上学历人员 83 人，占研发总人数的 31.80%。高学历的研发团队为公司持续跟踪最新科技发展，快速研发满足客户需求的产品奠定了基础。公司高度重视对研发体系的资

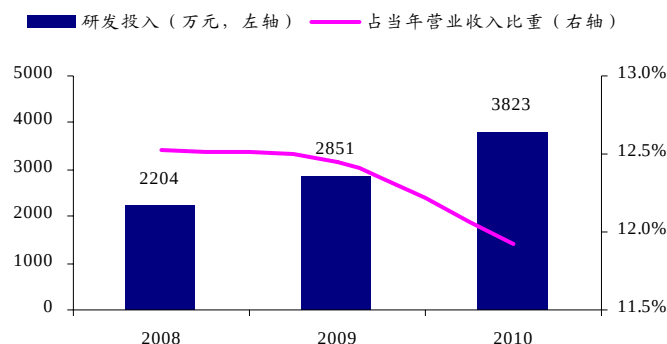
金投入，近三年研发费用分别为 2,203.85 万元、2,850.51 万元、3,822.53 万元，占当期营业收入的 12.53%、12.45%、11.92%，居于行业领先水平。

图 10：公司研发人员占比高



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 11：公司持续高强度的研发投入



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

公司采用以客户需求为导向、高效的并行研发模式，项目平均研发周期由 16 个月减少到 12 个月，产品研发一次成功率提升至平均约 93%。目前，公司已拥有专利 47 项、核心保密技术 55 项、软件著作权 77 项，产品技术达到国内领先和国际先进水平。近三年，公司开发新产品 24 项、新工艺 73 项、新技术 55 项；储备新产品 7 项、新技术 30 项、新工艺 20 项，技术和产品的开发能力居行业领先地位。

5、遍布全球的营销网络

公司拥有国内营销人员 229 人、国际营销人员 94 人，共占公司总人数的 37.82%。公司在中国设有 23 个办事处，拥有 2400 多家国内经销商，覆盖了国内 2000 多个县市和 480 余家三级以上综合医院；拥有 1166 家国际经销商，覆盖了全球 120 多个国家和地区，为未来产品叠加、扩大市场份额奠定了渠道基础。

在国内市场，公司在各级细分市场建立渠道体系，通过精细化的渠道管理，准确、及时地掌握各细分市场的需求动态，并详细划分经销商的代理销售区域和产品种类，确保同一区域经销商的代理产品不出现重叠，保护经销商利益。公司通过对经销商的产品培训、售前技术支持，协助经销商完成销售，与经销商共同成长。

在国际市场，公司根据市场规模大小和集中度的不同，设立“独家代理+二级分销商”或“区域一级产品代理”等模式，实现对各级细分市场的有效覆盖；并通过国际业务人员长期的客户巡访和市场调研，了解经销商和终端客户的动态需求。

公司的经销代理模式属买断式经销，采用“先款后货”方式，近三年，经销模式收入约占公司总收入的 98.43%、96.88%、96.27%。；公司直销模式对象主要是医院和政府采购，在产品交付后确认销售实现。

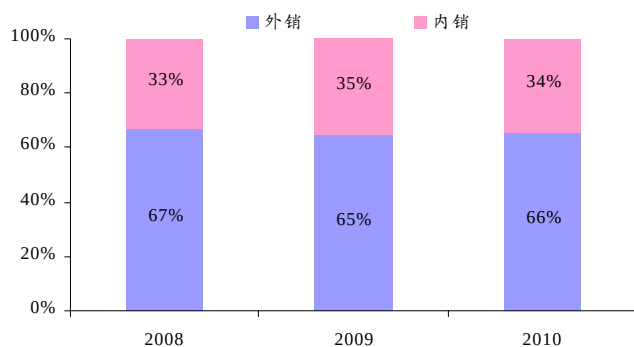
6、产品具备海外市场竞争力

公司分别通过 ISO-9001/ISO-13485/ISO-14001 质量管理体系认证以及国内医疗器械行业的 CMD 体系认证。公司产品通过 SFDA 注册、FDA 注册、CE 认证、3C 认证及 CMC 计量认证等多项国际产品质量体系的认证或注册，产品质量获得国际顶级客户的

认可。

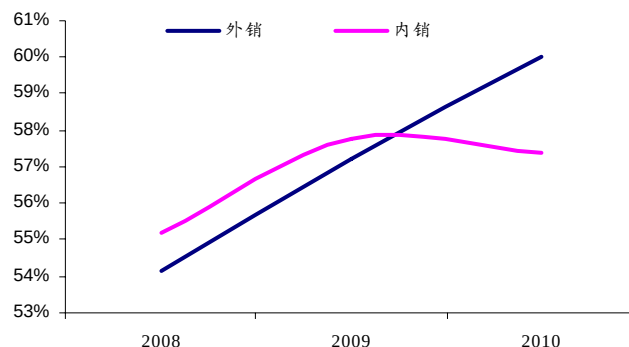
公司产品凭借高质量，抓住全球医疗器械市场需求持续快速增长这一良好机遇，努力拓展国际市场份额，提升品牌国际影响力。2008 年，公司美洲市场、欧洲市场销售收入分别较上年增长 90.79%、30.25%；2009 年，受全球金融危机影响公司在上述区域销售收入增幅有所放缓，分别为 18.40%、22.58%。2008~2010 年，公司外销收入分别占主营业务收入总额的 67.22%、64.95%、65.53%，增长迅速，表明公司产品在海外市场的认可度高。

图 12: 2008~2010 年公司产品外销与内销占比



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 13: 外销毛利率高于内销



资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

五、业绩预测与估值

我们预计 2010~2012 年营业收入同比增长 47%、45%和 41%，净利润增长 90%、40%和 47%，实现摊薄后 EPS 1.18 元、1.63 元和 2.38 元（剔除财务费用影响后为 1.03 元、1.49 元和 2.25 元）。公司高成长性明显，研发实力雄厚，募投项目为公司未来发展提供了可靠的保障，给予 2011 年 38~43 倍预测 PE，我们认为公司合理估值 39.14~44.29 元，建议积极申购。主要风险为行业竞争加剧和汇率风险。

表 6：理邦仪器分产品销售收入预测

(百万元)		08A	09A	10A	11E	12E	13E
产科	收入	61.7	69.1	78.3	90.0	104.4	122.2
	同比增长 (%)		12.0%	13.4%	15.0%	16.0%	17.0%
	毛利率 (%)	62.9%	66.5%	66.2%	66.0%	66.0%	66.0%
监护	收入	37.6	66.4	107.7	177.6	284.2	440.5
	同比增长 (%)		76.5%	62.1%	65.0%	60.0%	55.0%
	毛利率 (%)	45.3%	51.4%	52.9%	54.5%	56.0%	57.0%
心电图	收入	50.0	57.0	79.5	115.2	161.3	209.7
	同比增长 (%)		14.0%	39.5%	45.0%	40.0%	30.0%
	毛利率 (%)	51.6%	52.9%	60.3%	62.0%	62.0%	62.0%
超声影像	收入	20.9	26.6	39.3	62.9	94.4	132.2
	同比增长 (%)		27.4%	47.8%	60.0%	50.0%	40.0%
	毛利率 (%)	51.0%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%
零配件	收入	3.9	7.9	13.0	22.8	36.5	54.7
	同比增长 (%)		103.6%	65.2%	75.0%	60.0%	50.0%
	毛利率 (%)	65.8%	62.1%	66.9%	70.0%	70.0%	70.0%
其他	收入	1.8	2.0	2.8	4.3	6.0	8.3
	同比增长 (%)		9.5%	43.8%	50.0%	40.0%	40.0%
	毛利率 (%)	89.5%	83.7%	84.1%	85.0%	85.0%	85.0%
合计	收入	175.9	228.9	320.6	472.9	686.8	967.6
	同比增长 (%)		30.2%	40.1%	47.5%	45.2%	40.9%
	毛利率 (%)	54.5%	57.4%	59.1%	59.9%	60.1%	60.2%

资料来源：招股意向书，招商证券研发中心

图 14: 医药行业历史PEBand

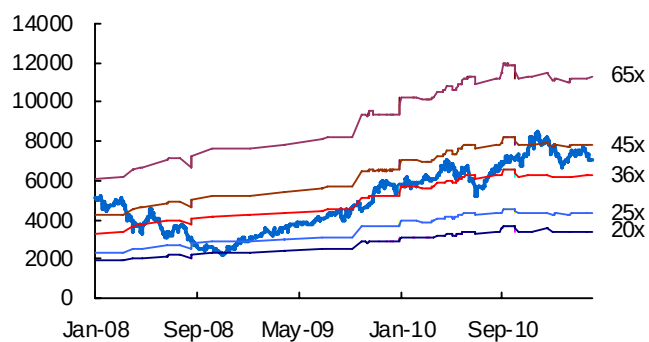
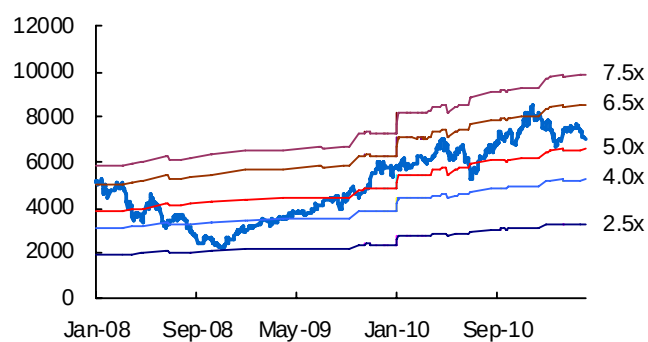


图 15: 医药行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	187	245	883	958	1141
现金	135	183	799	836	969
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	6	11	13	19	27
其它应收款	8	5	7	10	15
存货	32	40	57	82	116
其他	6	6	8	11	15
非流动资产	13	21	133	195	209
长期股权投资	0	0	1	1	1
固定资产	12	15	73	120	165
无形资产	0	5	4	4	3
其他	0	1	56	71	41
资产总计	199	266	1016	1154	1351
流动负债	45	37	53	74	102
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	20	23	34	49	69
预收账款	8	8	13	19	27
其他	17	5	6	6	6
长期负债	2	12	13	15	18
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2	12	13	15	18
负债合计	47	48	66	89	120
股本	53	75	100	100	100
资本公积金	4	75	700	700	700
留存收益	95	65	148	262	429
少数股东权益	0	2	2	2	2
母公司所有者权益	152	215	948	1062	1228
负债及权益合计	199	266	1016	1154	1351

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	48	66	102	148	228
净利润			118	163	238
折旧摊销			8	18	26
财务费用			(18)	(16)	(14)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(7)	(17)	(23)
其它			0	0	0
投资活动现金流	(5)	(7)	(120)	(80)	(40)
资本支出			(120)	(80)	(40)
其他投资			(0)	0	0
筹资活动现金流	(3)	(10)	634	(31)	(54)
借款变动			0	0	0
普通股增加			25	0	0
资本公积增加			625	0	0
股利分配			(36)	(49)	(71)
其他			19	18	17
现金净增加额	40	48	616	37	133

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	229	321	473	687	968
营业成本	97	130	190	274	385
营业税金及附加	0	1	1	1	2
营业费用	44	61	86	124	165
管理费用	44	60	86	124	165
财务费用	(0)	1	(18)	(16)	(14)
资产减值损失	(0)	0	0	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	45	67	128	179	264
营业外收入	7	6	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	51	74	135	185	270
所得税	6	8	16	22	32
净利润	46	65	118	163	238
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
母公司所有者净利润	46	66	118	163	238
EPS (元)	0.09	0.88	1.18	1.63	2.38

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	30%	40%	47%	45%	41%
营业利润	67%	51%	90%	40%	47%
净利润	62%	44%	79%	38%	46%
获利能力					
毛利率	57.6%	59.3%	59.9%	60.1%	60.2%
净利率	20.0%	20.6%	25.0%	23.8%	24.6%
ROE	30.2%	30.7%	12.5%	15.4%	19.3%
ROIC	26.0%	27.7%	10.2%	13.5%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	23.7%	18.2%	6.5%	7.8%	8.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.2	6.6	16.6	12.9	11.2
速动比率	3.5	5.6	15.5	11.8	10.0
营运能力					
资产周转率	1.1	1.2	0.5	0.6	0.7
存货周转率	4.2	3.7	3.9	3.9	3.9
应收帐款周转率	40.1	37.7	39.2	42.1	41.6
应付帐款周转率	7.4	6.0	6.6	6.6	6.5
每股资料(元)					
每股收益	0.09	0.88	1.18	1.63	2.38
每股经营现金	0.09	0.87	1.02	1.48	2.28
每股净资产	0.29	2.87	9.48	10.62	12.28
每股股利	0.00	0.00	0.36	0.49	0.71
估值比率					
PE	469.1	47.4	35.2	25.6	17.6
PB	141.4	14.6	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	431.1	286.8	173.9	114.0	74.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。