



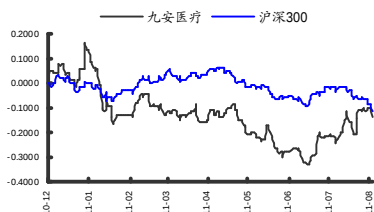
业绩略低预期，估值尚待消化

——九安医疗（002432）2011年中报点评

创新医药主题研究

评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
九安医疗	10.6	8.9	8.6
沪深 300	-10.1	-10.7	-0.8

市场数据		2011.8.8
当前价格	(元)	13.38
52 周价格区间	(元)	10-36.6
总市值	(百万)	3318.24
流通市值	(百万)	1110.28
总股本	(万股)	24800.00
流通股	(万股)	8298.08
日均成交额	(百万)	44.66
近一月换手	(%)	120.77

相关报告

《2010 年报点评：国际市场拓展不理想》
《调研简报：ihealth 与血糖试纸带来增长新动力》

分析师

黄秋菡

电话：0755-83704681

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

执业证书：S0350210060001

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司
已发行股份的 1%？

☒ 是 ☐ 否

- n 利润下滑 7.27%，业绩低于预期** 公司 11 年上半年实现营业收入 1.59 亿元，增长 14.66%；净利润 1111 万元，下降 7.27%；基本每股收益 0.04 元，每股净资产 3.09 元，公司业绩略低于预期。
- n 电子血压计重拾增长，血糖仪如期爆发增长，低频治疗仪表现欠佳** 公司电子血压计销售 1.43 亿元，同比增长 18%，毛利率 33.39%，较去年下降 1.6%，我们认为，美国市场上 iHealth 的增长正在逐渐抵消去年欧洲市场下滑带来的冲击；血糖仪销售 800 万元，增长 127%，毛利率 48.61%，下降 4.88%，血糖仪的如期翻倍增长说明国内市场开拓取得积极成效，未来血糖仪仍是重要的增长看点之一；低频治疗仪销售遇到阻力，仅 242 万元，下滑 73.44%，毛利率 23.95%，下降 4.98%，低频治疗仪未来或将不是公司推广的重点。
- n 销售、管理费用继续保持高增长** 报告期内，公司销售费用增长 31%，销售费用率提升至 11.15%，主要是公司继续加大广告投入，重点是血糖仪和电子血压计的推广和渠道建设。管理费用增长 40%，管理费用率提升至 17.8%，主要是与公司加大研发支出有关。
- n 预计 11/12 年 EPS0.11/0.13 元，维持“中性”评级** 公司 11 年 1 月与苹果公司合作的 iHealth 电子血压计在美国上市，已经进入了苹果的网上商店和零售店，德国和法国市场也开始销售。预计公司 11/12 年 EPS 为 0.11/0.13 元，对应 127/106 倍 PE，短期估值水平较高，维持“中性”的投资评级。由于公司的业绩弹性很大，一旦 iHealth 或者血糖仪产品放量，公司业绩会有一个爆发式增长，投资者可以积极关注。

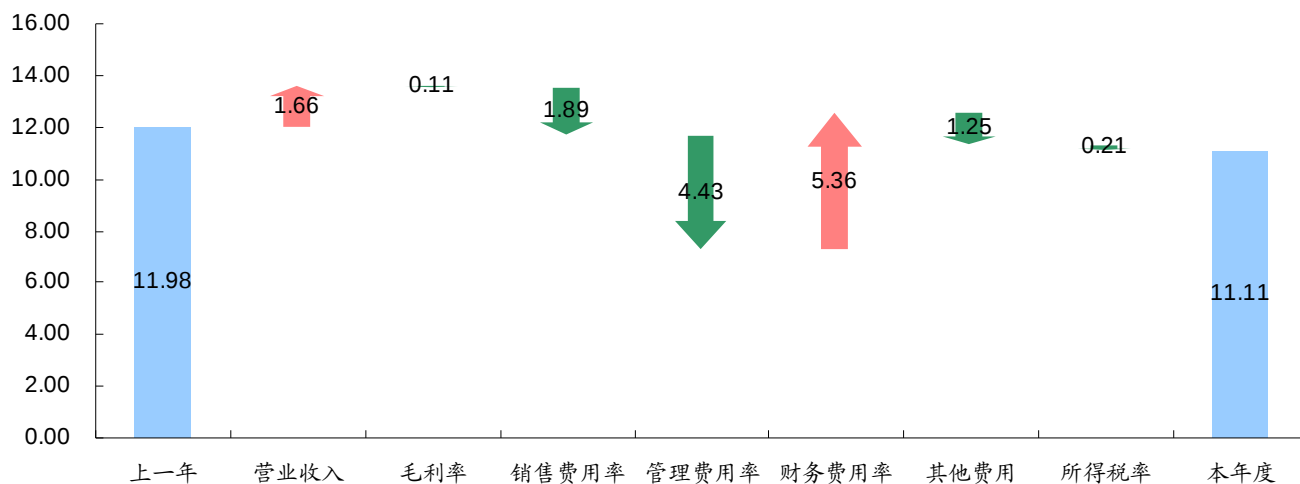
预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	299	349	421	507
增长率(%)	-5%	17%	21%	20%
净利润 (百万元)	24	26	31	37
增长率(%)	-39%	10%	20%	20%
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.11	0.13	0.15
ROE (%)	3.04%	3.23%	3.73%	4.27%

图表 1、公司经营业绩分析

人民币百万	1H10	1H11	YoY	评论
营业收入	138.69	159.02	14.7%	血压计重拾增长
营业成本	91.14	104.62	14.8%	
营业税金及附加	0.00	1.42	n.m.	新增税种
销售费用	13.53	17.72	31.0%	加大对血糖仪的推广力度所致
管理费用	20.17	28.31	40.4%	研发费用增长
财务费用	0.59	-5.60	n.m.	
营业利润	13.28	13.07	-1.6%	
税前利润	14.03	13.26	-5.5%	
所得税	2.05	2.15	4.9%	
归属母公司净利润	11.98	11.11	-7.3%	
每股收益	0.13	0.04	-69.2%	
现金及等价物	592.37	489.91	-17.3%	
应收款项	49.81	72.35	45.3%	
存货	62.53	108.55	73.6%	订单增多，增加原材料储备
流动资产小计	727.64	697.02	-4.2%	
固定资产	34.01	41.12	20.9%	
在建工程	29.33	45.95	56.7%	募投项目持续完成
资产总计	828.21	821.73	-0.8%	
短期借款	0.00	0.00	n.m.	
应付款项	31.31	42.07	34.4%	
流动负债小计	71.38	55.53	-22.2%	
非流动负债小计	0.00	0.00	n.m.	
负债总计	71.38	55.53	-22.2%	
股本	124.00	248.00	100.0%	10 送 10
归属母公司权益	756.82	766.20	1.2%	
权益总计	756.82	766.20	1.2%	

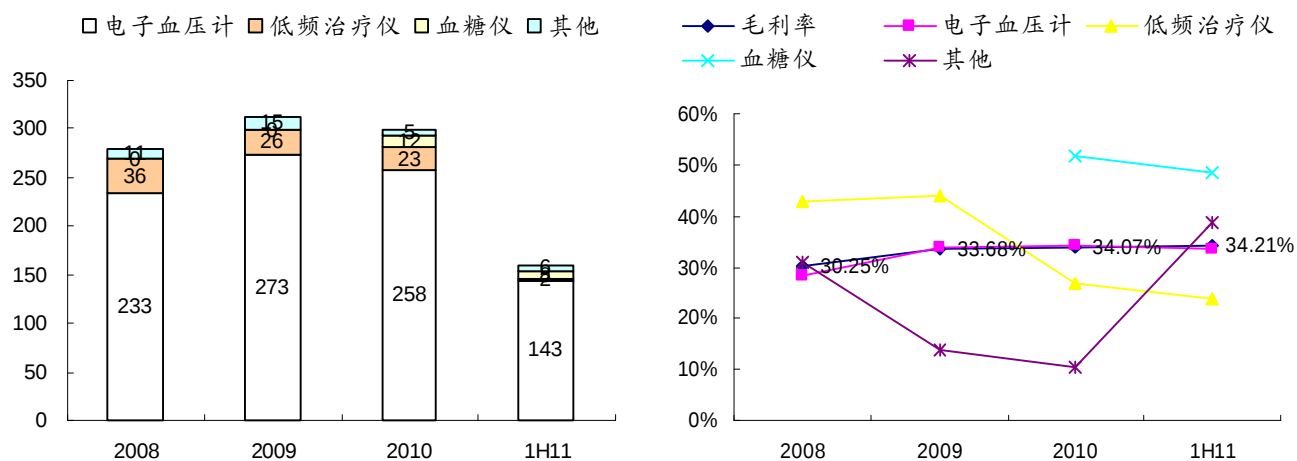
资料来源： 公司数据、国海证券研究所

图表 2、公司业绩归因分析



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

图表 3、公司主营业务毛利率对比



资料来源： 公司数据、国海证券研究所

附表 1、公司盈利预测表

九安医疗盈利预测表

证券代码:	002432.sz		最新价格:	13.38	投资评级:	增持	日期:	2011-8-8			
资产负债表 (百万元)		2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物		546	546	545	543	营业收入		299	349	421	507
应收款项		77	90	109	131	营业成本		197	232	279	335
存货净额		78	93	112	134	营业税金及附加		0	2	2	3
其他流动资产		5	6	8	9	销售费用		34	35	42	51
流动资产合计		707	736	773	817	管理费用		49	57	69	83
固定资产		41	44	46	49	财务费用		(6)	(8)	(8)	(8)
在建工程		33	33	33	33	其他收入		(1)	(1)	(1)	(1)
无形资产及其他		34	34	33	32	营业利润		23	30	36	43
长期股权投资		0	0	0	0	营业外净收支		4	0	0	0
资产总计		822	854	892	938	利润总额		27	30	36	43
短期借款		0	0	0	0	所得税费用		4	4	5	6
应付款项		28	33	39	47	少数股东损益		0	0	0	0
预收帐款		2	3	3	4	归属于母公司净利润		24	26	31	37
其他流动负债		12	12	12	12						
流动负债合计		42	48	55	64	现金流量表 (百万元)		2010	2011E	2012E	2013E
长期借款及应付债券		0	0	0	0	经营活动现金流		(26)	(0)	(5)	(6)
其他长期负债		0	0	0	0	净利润		24	26	31	37
长期负债合计		0	0	0	0	少数股东权益		0	0	0	0
负债合计		42	48	55	64	折旧摊销		4	3	3	3
股本		124	248	248	248	公允价值变动		0	0	0	0
股东权益		780	806	837	875	营运资金变动		(54)	(29)	(39)	(46)
负债和股东权益总计		822	854	892	938	投资活动现金流		(18)	(5)	(4)	(4)
						资本支出		(7)	(3)	(3)	(2)
关键假设与估值指标		2010	2011E	2012E	2013E	长期投资		0	0	0	0
EPS		0.19	0.11	0.13	0.15	其他		0	0	0	0
BVPS		6.29	3.25	3.38	3.53	筹资活动现金流		44	0	0	0
P/E		69.96	127.41	106.37	88.84	债务融资		0	0	0	0
P/B		2.13	4.12	3.96	3.79	权益融资		0	0	0	0
P/S		5.55	9.51	7.89	6.55	其它		44	0	0	0
ROE		3%	3%	4%	4%	现金净增加额		0	(5)	(9)	(10)
ROA		3%	3%	3%	4%						
毛利率		34%	33%	34%	34%	公司基本情况					
销售净利率		8%	7%	7%	7%	大股东名称		天津市三和工业电器科技有限公司			
收入增长率		-5%	17%	21%	20%	大股东持股比例		52%			
利润增长率		-39%	10%	20%	20%	注册地		天津市南开区雅安道金平路3号			
资产负债率		5%	6%	6%	7%	办公地		天津市南开区南开工业园雅安道金平路3号			

资料来源： 公司数据、国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其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。我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。本报告版权归国海证券所有。