

日期: 2017 年 03 月 08 日

行业: 医药生物



分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 杜臻雁

Tel: 021-53686162

E-mail: duzhenyan@shzq.com

执业证书编号: S0870115070022

# 海外规范市场销售领先, 雾化诊室等国内新渠道为未来看点

## ■ 投资要点

### 主攻家用医疗器械, 产品线丰富

公司成立于 2005 年 1 月, 总部位于江苏省南通市, 主要产品包括机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器、冲牙器等家用医疗器械。

### 外销海外规范市场, 主要产品出口份额领先

公司出口业务占比约 80%, 主要集中在欧洲、美国等规范市场, 产品全球市场占有率处于领先地位。目前, 机械血压表出口额连续 9 年排名中国第一、全球第一; 听诊器出口额近两年排名跃至全球第一; 雾化器 2015 年出口份额排名提升至中国第三; 电子血压计出口额位居前列; 新产品冲牙器上市一年左右时间也得到了国外客户的认可。

### 国内销售发力, 努力开拓雾化诊所、药企等新渠道

为防范风险并积极扩大公司业务规模和盈利能力, 未来公司在稳步发展国外业务的同时, 也将积极开拓国内市场, 逐步提升国内业务的占比。经过多年的尝试和探索, 在普通经销商、OTC 连锁药店、电商等渠道外, 近年又重点开发了医院和诊所的雾化诊室、药企合作等多方位的销售新渠道, 国内业务快速增长可期。

## ■ 盈利预测

我们预计公司 2016、2017 年归于母公司净利润增速为 42.68% 和 41.70%, 相应的稀释后每股收益为 0.30 元和 0.43 元。公司是国内家用医疗器械领域的优秀企业, 产品线丰富, 产品出口欧美规范市场, 份额国内领先, 未来在维持国外业务稳步发展的前提下, 将多渠道发力重点开发国内市场, 我们看好公司未来的发展, 首次覆盖给予“增持”评级。

## ■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2014A   | 2015A   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|---------------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入                | 222.45  | 240.68  | 293.87 | 355.47 | 428.55 |
| 年增长率                | -4.86%  | 8.20%   | 22.10% | 20.96% | 20.56% |
| 归属于母公司的净利润          | 8.66    | 17.95   | 25.61  | 36.29  | 47.31  |
| 年增长率                | -37.64% | 107.19% | 42.68% | 41.70% | 30.36% |
| 每股收益 (元)            | 0.10    | 0.21    | 0.30   | 0.43   | 0.55   |

数据来源: Wind 上海证券研究所 (按最新股本摊薄)

挂牌日期 2015 年 04 月 20 日

做市日期 2016 年 01 月 14 日

## 基本数据

|            |       |
|------------|-------|
| 当前价格 (元)   | 7.20  |
| 总股本 (百万股)  | 85.25 |
| 流通股本 (百万股) | 18.43 |
| 做市商数       | 6     |

## 主要股东 (2016 中报)

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 上海鹿得实业发展有限公司      | 58.18% |
| 项友亮               | 14.43% |
| 上海鹿晶投资管理中心 (有限合伙) | 6.45%  |

## 收入结构 (2015Y)

|       |        |
|-------|--------|
| 机械血压表 | 37.03% |
| 电子血压表 | 17.81% |
| 雾化器   | 17.21% |
| 外厂产品  | 15.56% |
| 听诊器   | 9.33%  |
| 零配件   | 2.67%  |
| 冲牙器   | 0.39%  |

## 报告编号:

首次报告日期: 2017 年 03 月 08 日

## 目 录

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>一、公司概况</b>               | <b>3</b>  |
| 1.1 公司所处的行业及公司简介            | 3         |
| 1.2 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况    | 3         |
| 1.3 公司的主要产品                 | 3         |
| 1.4 公司的竞争优势                 | 5         |
| <b>二、行业分析</b>               | <b>5</b>  |
| 2.1 国内家用医疗器械行业增速较快          | 5         |
| 2.2 需求市场持续放大，未来发展空间巨大       | 5         |
| <b>三、公司主要业务情况</b>           | <b>6</b>  |
| 3.1 外销海外规范市场，主要产品出口份额领先     | 6         |
| 3.2 国内销售发力，努力开拓雾化诊所、药企等新渠道  | 7         |
| 3.3 技术引领，质量为王，新品研发增加公司核心竞争力 | 9         |
| <b>四、财务状况</b>               | <b>10</b> |
| 4.1 公司主营业务突出、业绩增长平稳         | 10        |
| 4.2 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析   | 11        |
| <b>五、风险因素</b>               | <b>12</b> |
| 5.1 向关联方强龙科技采购占比较大的风险       | 12        |
| 5.2 国外客户销售占比较高的风险           | 12        |
| 5.3 汇率变动风险                  | 12        |
| 5.4 出口退税依赖较大的风险             | 13        |
| 5.5 技术进步风险                  | 13        |
| <b>六、增发情况</b>               | <b>13</b> |
| <b>七、盈利预测</b>               | <b>13</b> |
| <b>八、附表</b>                 | <b>15</b> |

## 一、公司概况

### 1.1 公司所处的行业及公司简介

公司成立于 2005 年 1 月，位于江苏省南通市，2015 年 4 月在新三板挂牌，2016 年 1 月开始做市转让，目前有 6 家做市商。公司主要从事机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器、冲牙器等家庭医疗器械与相关零配件的研发、设计、生产、销售，以及体温计、医用家具、消毒产品、五官检查器等外厂产品的销售。公司拥有全球最大的机械血压表与听诊器制造基地，产品远销欧洲、亚洲、美洲、非洲、大洋洲的 100 多个国家和地区，机械血压表、听诊器等主要产品的出口份额均处于世界领先地位。

### 1.2 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简介

公司前身为鹿得有限，设立于 2005 年 1 月 7 日，2014 年 11 月整体变更为股份有限公司。截至 2016 年 6 月 30 日，公司控股股东为上海鹿得实业发展有限公司，持有公司 58.18% 的股份。公司实际控制人为自然人项友亮、黄捷静、项国强，其为一致行动人。

表 1 公司十大股东（截止 2016 年中报）

| 排名 | 股东名称                     | 持股数量(股)    | 占总股本比例(%) |
|----|--------------------------|------------|-----------|
| 1  | 上海鹿得实业发展有限公司             | 49,600,000 | 58.18     |
| 2  | 项友亮                      | 12,300,000 | 14.43     |
| 3  | 上海鹿晶投资管理中心<br>(有限合伙)     | 5,500,000  | 6.45      |
| 4  | 祝增凯                      | 3,320,000  | 3.89      |
| 5  | 项国强                      | 3,320,000  | 3.89      |
| 6  | 朱文军                      | 2,086,000  | 2.45      |
| 7  | 黄捷静                      | 2,047,000  | 2.40      |
| 8  | 谭薇颖                      | 1,072,000  | 1.26      |
| 9  | 中山证券有限责任公司<br>做市专用证券账户   | 965,000    | 1.13      |
| 10 | 国泰君安证券股份有限公司<br>做市专用证券账户 | 611,000    | 0.72      |
|    | 合 计                      | 80,821,000 | 94.80     |

数据来源：Wind 上海证券研究所

### 1.3 公司的主要产品

公司的主要产品包括机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器、冲牙器等家用医疗器械。

表 2 公司主要产品介绍

| 产品类别  | 主要功能                                                                                                                                                                | 图片                                                                                                                                               |
|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 机械血压表 | 机械血压表主要由血压表头、橡胶充气球、臂带等组成。机械血压表内置机械弹性元件,可与臂带连通,用橡胶充气球造压后,配合听诊器使用能测量人体血压。机械血压表与传统的水银血压计相比,操作方便,测量精确,易于携带。                                                             |  <p>传统机械小表    手持式机械血压表    台式机械血压表    高端表-50000次寿命    立式血压表</p> |
| 电子血压表 | 电子血压计主要由臂带、CPU、A/D转换器、泵、阀、传感器、液晶显示屏及电源组成,是利用现代电子技术与血压间接测量原理进行血压测量的医疗设备。目前公司的电子血压计主要分为臂式、腕式、专业型,具有测量收缩压、舒张压、心率的主要功能,以及WHO血压分类、心率不齐检测、时间与温度显示、记忆存储、闹钟与背光设置、语音提示等附加功能。 |  <p>臂式    大臂桌上臂式    腕式    豪华上臂式    专业型    防水型</p>              |
| 雾化器   | 雾化器主要由主机、连接装置、雾化装置、吸入装置组成,它将液体药液雾化成微小颗粒,药物通过呼吸吸入的方式进入呼吸道和肺部,达到快速有效治疗感冒、咳嗽、哮喘、咽炎、鼻炎、支气管炎等各种呼吸系统疾病的目的。目前公司的雾化器分为压缩式、超声波、微孔式三种。                                        |  <p>微孔雾化器    台式超声波    台式压缩式    台式儿童专用</p>                    |
| 听诊器   | 听诊器主要由拾音部分(听头),传导部分(胶管)及听音部分(耳挂)组成,是一种通过聆听人体或动物体内的声音进行医学诊断的仪器。其基本原理是通过听头的膜片获取人体内声波的震动,经由拾音腔及管道的放大作用传入使用者的耳朵。                                                        |  <p>双金双头    多用途听诊器    数字听诊器    超敏系列    新生儿听诊器</p>            |
| 冲牙器   | 是一种口腔清洁器具,主要利用一定压力下喷射出来的高速水柱的冲击力来实现,可进一步提高清洁效果。公司的生产的冲牙器具有可台式、挂墙两用,喷头可更换,水压大小可调节等功能。                                                                                |                                                              |

数据来源:公开转让说明书 公司网站 上海证券研究所

## 1.4 公司的竞争优势

公司主要的竞争优势有：**1) 客户优势：**公司是国内较早进入家用医疗器械行业的生产企业，凭借良好的产品质量和市场口碑，积累了大量的国内外客户。**2) 研发与技术优势：**公司是目前国内首家掌握“指针式血压表精密自校准技术”的企业，公司还拥有多项自主知识产权和核心技术。**3) 品牌优势：**公司拥有江苏省著名商标“西恩”商标，多项技术和产品荣获省市奖项。**4) 质量管理优势：**公司已通过 ISO13485 国际医疗器械质量管理体系认证，主要产品通过了欧盟 CE 认证和美国食品药品监督管理局 FDA 认证。

## 二、行业分析

### 2.1 国内家用医疗器械行业增速较快

家用医疗器械主要是指适于公众在医院外使用，安全可靠、操作简单、体积小、携带方便的以检测、治疗、保健及康复为目的的医疗器械，比较常用的家用医疗器械包括机械血压表、电子血压计、血糖仪、牵引器、助听器、制氧机、体温计及各种理疗、康复仪器设备等。

从全球来看，美国《财富》杂志将家用医疗器械列为未来 10 年增长最快的行业。统计显示，美国家用医疗器械产值已达 140 多亿美元，年增长率为 14.80%。而我国家用医疗器械市场的增速还要高于国外市场。根据中投顾问产业研究中心的数据显示，我国家用医疗器械行业市场规模由 2011 年的 176.6 亿元，发展至 2015 年的 480 亿元，近 5 年复合增速接近 22%，高于医疗器械市场平均 11% 左右的增速。未来，家用医疗器械将以每年 25% 左右的速度增长。到 2020 年，行业规模将有望达到 1500 亿元。

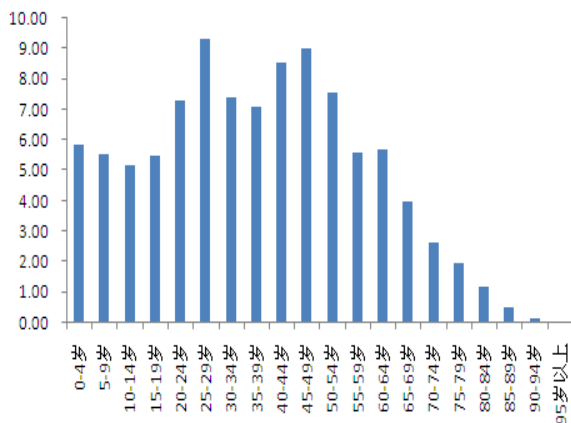
### 2.2 需求市场持续放大，未来发展空间巨大

目前，我国医疗器械行业同发达国家相比仍存在差距，家用医疗器械产品仅占国内医疗器械市场总销售额的 14%，而在国外这一比例一般在 25% 左右，可见家用医疗器械的国内市场提升空间很大。我国家用医疗器械的发展十分迅速，“十三五”将是我国家用医疗器械行业大发展的良好时机。

我国老龄化进程加速，根据第六次人口普查结果，2010 年我国 60 岁以上老年人口有 1.78 亿，占总人口的 13.31%。另一方面，随着我国国民经济的持续提升，居民消费能力升级，人均的医疗保健支出也在逐年提升。老龄化高峰的日益临近与人们医疗保健意识的

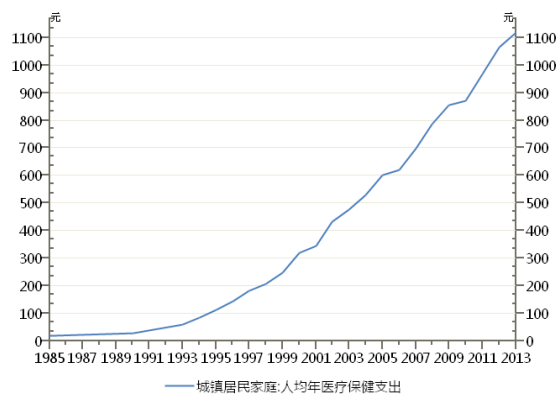
逐步提高，使得血压计、血糖仪、按摩器械、空气净化和制氧机等家用医疗器械的需求日益增长，极大地推动了我国家用医疗器械的发展。

图 1 2015 年我国人口结构比例 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 2 城镇居民家庭人均年医疗保健支出



数据来源: Wind 资讯

数据来源: Wind 上海证券研究所

2015 年 9 月 11 日，国务院办公厅发布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出到 2020 年，基本建立符合国情的分级诊疗制度，加强基层医疗服务，为慢性病、老年病等患者提供老年护理、家庭护理、社区护理、互助护理、家庭病床、医疗康复等服务。在 2017 政府工作报告中也提到了医疗方面重点任务之一就是进一步推进分级诊疗，将分级诊疗试点和家庭签约服务扩大到 85% 以上地市。分级诊疗制度的持续推进也在极大程度上带动了家用医疗器械的需求提升，为家用医疗器械的发展提供了契机，未来家用医疗器械的发展空间巨大。

## 三、公司主要业务情况

### 3.1 外销海外规范市场，主要产品出口份额领先

公司业务以出口为主，目前国外业务收入占比约在 80%，国外销售主要由子公司煜丰国际负责。国外销售主要有两种方式，第一种是通过境内外贸公司实现公司产品出口，第二种是直接销售给国外经销商。

公司拥有国内外最权威的 CE、FDA、ESH、BHS 等认证，凭借较高的性价比优势和良好的市场口碑，公司产品已出口到欧洲、

亚洲、美洲、非洲、大洋洲中的 100 多个国家和地区，主要集中在欧洲和美国等国际规范市场。

公司产品的国外销售主要采用 ODM 模式, ODM 销售金额占外销总金额的 90.00% 以上。ODM 产品与公司自有品牌产品的销售区域不同，自有品牌产品主要集中在哥伦比亚销售，ODM 产品则销往海外其他国家和地区，因此两者不会互相影响。

公司产品在全球市场的占有率处于领先地位。在机械血压表方面, 中国是全球机械血压表的主要生产国, 中国的产量占全球的 90% 左右，其中，公司是全球最大的机械血压表供应商，占中国机械血压表出口份额的 30% 以上，出口数量连续 9 年排名中国第一，全球第一。在听诊器方面，中国是全球听诊器的主要生产国，而公司近年也跃居全球第一大听诊器供应商，占中国听诊器出口份额的 10% 以上，出口数量排名中国第一，全球第一。另外，公司雾化器产品 2015 年出口份额排名提升至中国第三，电子血压计出口额位居前列。

国外市场总体比较稳定，未来，公司将依靠开拓新客户、产品升级、增加新产品等方式使国外销售保持平稳增长。

表 3 公司主要产品的出口份额

| 产品名称  | 2013 年全国出口情况                          | 2013 年公司产品出口数量占国内出口总量的比重 |
|-------|---------------------------------------|--------------------------|
| 机械血压表 | 2013 年中国出口机械血压表约 800 万套，出口金额约 2.4 亿元  | 34.39%                   |
| 听诊器   | 2013 年中国出口听诊器约 1,400 万套，出口金额约 2.1 亿元  | 13.94%                   |
| 雾化器   | 2013 年中国出口雾化器约 820 万套，出口金额约 8 亿元      | 4.33%                    |
| 电子血压计 | 2013 年中国出口电子血压计约 3,600 万套，出口金额约 27 亿元 | 2.01%                    |

数据来源：公开转让说明书 上海证券研究所

### 3.2 国内销售发力，努力开拓雾化诊所、药企等新渠道

由于出口退税、汇率变动等存在一定的不确定性，并且国内业务的毛利率要高于国外业务，国内医疗器械市场的增速也高于国外，因此为防范风险并积极扩大公司业务规模和盈利能力，未来公司在稳步发展国外业务的同时，也将积极开拓国内市场，逐步提升国内业务的占比。

公司的国内销售主要由子公司鹿得贸易负责，目前公司国内市场的销售方式主要是经销和直销相结合，经过多年的尝试和探索，已经开拓了普通经销商、OTC 连锁药店、电商等多方位的销售渠道，国内业务快速增长可期。

在 OTC 连锁药店方面，公司目前已与百强连锁中的海王星辰、益丰大药房、老百姓大药房等优秀企业取得了合作，全国性 OTC 连锁覆盖率达 40%，百强连锁覆盖率达 50%，现有市场的区域强势连锁已开发 40% 左右。

直销途径主要包括电商，公司已在天猫、京东上开设旗舰店，电商渠道的销售增速较快，2016 年上半年电商渠道销售额同比增长超 200%，2016 年“双十一”，公司雾化器、听诊器等产品网络销售排名前列，公司预期未来几年电商渠道销售额的复合增长率将大于 50%。

另外，受国家政策对抗生素使用以及门诊输液的一些限制性措施的影响，雾化吸入治疗逐渐受到热捧。公司从 2016 年开始，以雾化设备为切入点，重点开辟了医院、药企合作等一些新的销售渠道。医院渠道主要是医院、诊所雾化治疗诊室业务，根据公司 2016 年中报，截至 2016 年上半年，公司已进入湖南、山西等地区 300 多家医院及诊所，建立了专业的雾化诊室。药企合作渠道目前已与莎普爱思、修正、葵花等大型药厂进行了战略合作，是未来国内业务重要的增长点。

图 3 公司国内主要销售渠道



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 3.3 技术引领，质量为王，新品研发增加公司核心竞争力

公司注重研发，拥有机械血压表、电子血压计、雾化器及听诊器的多项核心技术优势，产品主要在美国、欧洲等发达国家和地区销售，通过 FDA、CE、ESH 等多种国际认证，产品质量有保证，在众多同类国产产品中具有较强的竞争优势。公司生产的电子血压计是大陆第一批拿到欧洲高血压协会认证的产品，其准确性与水银血压计接近。公司生产的雾化器分为压缩式、超声式，能实现更小的雾化颗粒，并能进入肺泡，使给药更加精准。

表 4 公司主要核心技术和优势

| 核心技术        |                    | 技术优势                                                                                                                                                                                                  |
|-------------|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 机械血压表相关核心技术 | 传感器自动化焊接技术         | 机械血压表的传感器（气鼓）是影响产品性能的最重要元件，集中体现了机械血压表的核心生产技术。目前国内厂家均采用传感器手动焊接方式，不仅耗费人力，而且无法确保产品质量的稳定性。公司运用全新的工艺，进行传感器各组件的二次元分析，研究筛选特种金属片材，开发自制专业自动化设备，采用独有的自动化焊接技术，实现了传感器质量的稳定性，以及传感器与血压表指针之间高度的线性联动，同时确保了传感器的生产成本优势。 |
|             | 自动化校表技术            | 校表是机械血压表生产过程中最耗费人力的环节，且对员工操作精度与熟练度的要求很高。公司已开始应用全自动化设备，利用光学信号的采集分析与专业化软件的控制管理，大幅提高校表环节的自动化水平与校表精度，降低校表环节的人工成本。                                                                                         |
| 电子血压计相关核心技术 |                    | 临床准确性是衡量电子血压计可靠性的最关键指标。公司通过一万次以上的临床校正，掌握了电子血压计中 PCB 模块的核心算法，获取了合理的电路参数，实现了电路上的高低端通调通配，大大提高了电子血压计的精确度，公司也是电子血压计国内厂商中第一家通过严苛的欧洲高血压协会（ESH）与英国高血压协会（BHS）认证的厂家。                                            |
|             | 压缩式雾化器模块化设计的机芯制备技术 | 利用该技术制备的机芯，进气口和出气口均增加了消音腔结构，既能够降低噪声又彻底解决了气管老化、气密性降低的问题，同时减少了气管连接、扎带捆绑等难操作的工序，提高了生产效率，降低了生产成本。                                                                                                         |
|             | 雾化器相关核心技术          | 利用该技术，公司更改雾化片结构，调整出气口和撞击面的距离，共用雾化杯下壳和上壳，在相同的雾化压力的情况下，同种药液可以根据用户需求，调节输出大小不同的雾化颗粒，实现药物吸收效果的最大化。公司是国内率先应用该技术生产雾化器的厂商之一。                                                                                  |
|             | 雾化颗粒调节技术           |                                                                                                                                                                                                       |
|             | 便携式微网雾化器制备技术       | 便携式微网雾化器利用超声波将药液激化成小颗粒附着在人体的                                                                                                                                                                          |

## 听诊器相关核心技术

上、下呼吸道和肺部，使得药液被充分吸收；雾化头采用一种全新的压凸工艺制作而成，使得雾化片在工作时实现雾化量与雾化颗粒大小的理想状态；相关电路得到创新改造，使得雾化器具有智能报警与自动关机功能，大大提高了雾化器的智能化程度；同时，整体便携式的设计创新，使得雾化器精致小巧，便于家庭使用。

公司在听诊器的耳塞、耳挂、膜片、集音腔等各部件的生产上形成了健全完善的工艺流程，并且是国内唯一一家自制检测设备的，有能力对听诊器的频响、灵敏度、抗噪音性进行系统检测的听诊器厂家。听诊器的关键性能在于拾音的灵敏度与传音的清晰度。公司具备了高灵敏性听诊器的制备技术，使用特殊锌合金材料制作听头，有利于声音收集与传导；PVC 管内部设计为单管双腔道型，使得声音的传导由听头腔部分为两声道被收集，避免传导过程的互相影响与损耗，大大提高声音传输的灵敏度与抗噪音性能。

数据来源：公司公告 上海证券研究所

2014 年公司对生产线进行了自动化改造，并增加了对新产品的研发投入，新产品的研发速度大大加快，并且产品结构也发生调整，开始加大高毛利率、高附加值的产品比例。2015 年，公司新产品冲牙器在国外上市，2016 年在国内上市，上市一年多来已获得了国内外用户的认可，销售情况较好，未来还有一些在研的新产品也将陆续推出，将有效扩充公司产品线，打造新的利润增长点。同时公司开始对产品进行智能化升级，结合近两年在互联网业务上的探索，后续将逐步打造“硬件+软件+服务”的智慧医疗业务模式。

## 四、财务状况

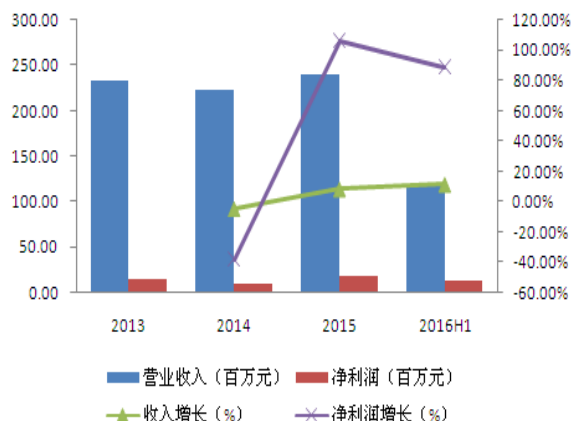
### 4.1 公司主营业务突出、业绩增长平稳

2013-2015 年及 2016 年上半年，公司营业总收入分别为 23,380.92 万元、22,245.20 万元、24,068.47 万元和 11,863.59 万元，2014-2015 年及 2016 年上半年营业总收入增长率分别为 -4.86%、8.20% 和 11.30%。公司在报告期内的主营业务收入主要由机械血压表、电子血压计、雾化器、听诊器、外厂产品等销售收入构成，其中机械血压表占比最大，2013-2015 年销售收入占总营业收入的比例分别为 37.57%、37.46% 和 37.02%。

2013-2015 年及 2016 年上半年，公司净利润分别为 1,470.28 万元、871.30 万元、1,794.94 万元和 1,136.82 万元，2014-2015 年及

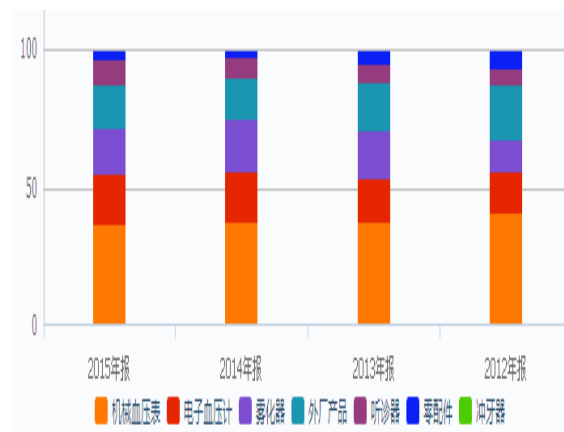
2016 年上半年净利润增长率分别为-38.09%、106.01%和 88.85%，近两年业绩增长较快。

图 4 公司近年收入和利润变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 5 公司近年主营收入结构 (%)



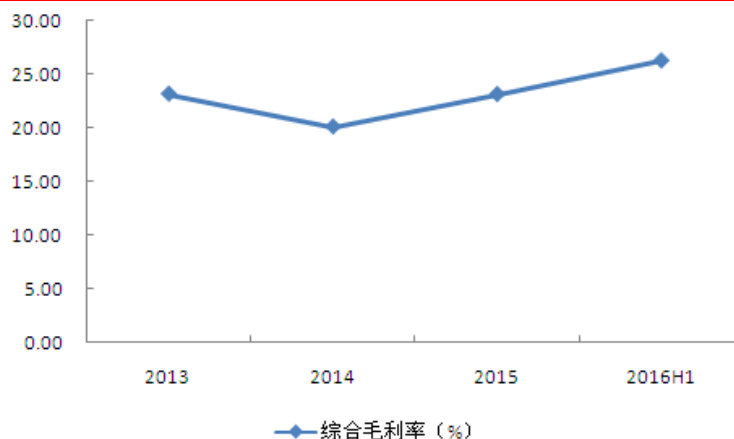
数据来源: Wind 上海证券研究所

## 4.2 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

### 综合毛利率呈上升趋势

2013-2015 年和 2016 年上半年, 公司综合毛利率分别为 23.13%、20.07%、23.10%和 26.23%。公司近两年毛利率水平逐步上升。

图 6 公司近年综合毛利率情况

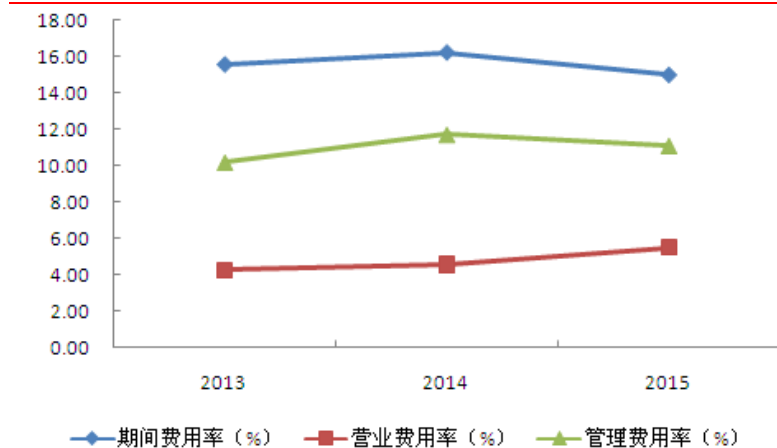


数据来源: Wind 上海证券研究所

### 期间费用率呈下降趋势

公司的期间费用主要由销售费用和管理费用构成, 2013-2015 年期间费用率分别为 15.58%、16.24%和 15.01%，2015 年期间费用率下降。

图 7 公司近年期间费用情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

### 主要资产周转能力指标良好

2013-2015 年, 公司应收账款周转率分别为 7.36、7.40 和 6.50 次, 公司存货周转率分别为 4.36、3.65 和 3.56 次, 基本保持稳定。

## 五、风险因素

### 5.1 向关联方强龙科技采购占比较大的风险

公司向关联方强龙科技采购机械血压表和听诊器的部分配件, 2012 年度、2013 年度、2014 年、2015 年采购金额分别为 5,574.48 万元、4,182.49 万元、4,114.91 万元、3,998.83 万元, 采购金额占比分别为 32.71%、22.40%、25.52%、21.62%。虽然采购金额与采购占比呈下降趋势, 公司也逐渐扩大机械血压表和听诊器配件的自产规模, 逐渐减小向强龙科技的采购金额, 但短时间内公司仍存在产能受强龙科技配件供应影响的风险。

### 5.2 国外客户销售占比较高的风险

外销收入占公司收入的比重一直在 80% 以上, 尽管国外客户的销售占比呈下降趋势, 公司也在积极建设国内销售渠道和拓展国内客户, 但反倾销、国外市场准入门槛提高等因素导致的海外销售收入减少仍会给公司的经营业绩带来不利影响。

### 5.3 汇率变动风险

公司产品已出口至欧洲、亚洲、美洲、非洲、大洋洲的 100 多个国家和地区, 外销收入占公司整体销售收入的比重达 80% 以上。

公司的财务结算涉及美元、欧元和迪拉姆等多种外币，汇兑损益对公司盈利能力产生较大影响。

#### 5.4 出口退税依赖较大的风险

出口退税金额对公司财务状况的影响较大。目前，公司虽然在加大国内市场开拓力度，逐步降低外销收入占比，但是如果未来国家出口退税政策发生较大变化或公司丧失享受出口退税的资格，将会对公司的财务状况和经营状况产生较大的不利影响。

#### 5.5 技术进步风险

公司所处的行业属于技术密集型行业，涉及机械、电子、材料、软件等多个技术领域，行业技术发展迅速。面对激烈的市场竞争，公司需不断致力于新技术的研究和新产品的开发，以应对市场变化和客户需求、保持产品的竞争力。但是，一种新产品从前期研发至最终推向市场并获得用户的认可，往往需要较长的时间周期和大量的人力物力投入，存在较大的不确定性。如果公司新技术和新产品研发失败，或对市场需求、发展趋势的把握出现偏差，都将会降低公司的技术优势和竞争力，给公司的发展带来一定的风险。

### 六、增发情况

公司于 2015 年 4 月在新三板挂牌，2016 年 1 月开始做市转让，目前有 6 家做市商。公司于 2015 年 11 月完成一次增发股份，共计募集资金 1,932 万元。

表 5 公司定向增发情况

|   | 公告日期       | 发行价格<br>(元) | 发行数量<br>(万股) | 实际募集资金<br>(万元) | 募集资金用途     |
|---|------------|-------------|--------------|----------------|------------|
| 1 | 2015-11-18 | 3.68        | 525          | 1,932.00       | 用于补充公司流动资金 |

数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 七、盈利预测

我们预计公司 2016、2017 年归于母公司净利润增速为 42.68% 和 41.70%，相应的稀释后每股收益为 0.30 元和 0.43 元。公司是国

内家用医疗器械领域的优秀企业，产品线丰富，产品出口份额国内领先，在维持国外业务稳步发展的同时，未来将重点开发国内市场，已经在普通经销商、连锁药店、电商、医院诊所、药企等多渠道取得了突破。我们看好公司未来的发展，首次覆盖给予“增持”评级。

## 八、附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

| 指标名称                      | 2014A         | 2015A         | 2016E         | 2017E         | 2018E         |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>一、营业总收入</b>            | <b>222.45</b> | <b>240.68</b> | <b>293.87</b> | <b>355.47</b> | <b>428.55</b> |
| <b>二、营业总成本</b>            | <b>214.33</b> | <b>222.16</b> | <b>263.01</b> | <b>311.74</b> | <b>371.55</b> |
| 营业成本                      | 177.81        | 185.08        | 215.99        | 255.94        | 304.27        |
| 营业税金及附加                   | 0.57          | 0.66          | 1.47          | 1.78          | 2.14          |
| 销售费用                      | 10.21         | 13.26         | 17.04         | 20.26         | 24.43         |
| 管理费用                      | 26.05         | 26.71         | 29.97         | 35.55         | 42.86         |
| 财务费用                      | -0.13         | -3.85         | -2.94         | -3.55         | -4.29         |
| 资产减值损失                    | -0.17         | 0.29          | 1.47          | 1.78          | 2.14          |
| <b>三、其他经营收益</b>           |               |               |               |               |               |
| 公允价值变动净收益                 | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 投资净收益                     | 0.46          | 0.20          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 汇兑净收益                     | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>四、营业利润</b>             | <b>8.59</b>   | <b>18.72</b>  | <b>30.86</b>  | <b>43.72</b>  | <b>57.00</b>  |
| 加: 营业外收入                  | 1.51          | 1.97          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| 减: 营业外支出                  | 0.08          | 0.01          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>五、利润总额</b>             | <b>10.01</b>  | <b>20.68</b>  | <b>30.86</b>  | <b>43.72</b>  | <b>57.00</b>  |
| 减: 所得税                    | 1.30          | 2.73          | 5.25          | 7.43          | 9.69          |
| 加: 未确认的投资损失               | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>六、净利润</b>              | <b>8.71</b>   | <b>17.95</b>  | <b>25.61</b>  | <b>36.29</b>  | <b>47.31</b>  |
| 减: 少数股东损益                 | 0.05          | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 0.00          |
| <b>归属于母公司所有者<br/>的净利润</b> | <b>8.66</b>   | <b>17.95</b>  | <b>25.61</b>  | <b>36.29</b>  | <b>47.31</b>  |
| <b>七、摊薄每股收益(元)</b>        | <b>0.10</b>   | <b>0.21</b>   | <b>0.30</b>   | <b>0.43</b>   | <b>0.55</b>   |

资料来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

魏贇 杜臻雁

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                        |
|------|---------------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                            |
|------|-------------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。