

鱼跃医疗 (002223.sz)

业绩高于预期，未来三年仍能保持 30 % 的增长

葛峰 医药行业 研究员

电话: 020-87555888-340

eMail: gz2@gf.com.cn

2008年实现快速增长，业绩高于预期

2008年，公司实现主营业务收入401.37百万元，同比增长38.65%；归属于上市公司股东的净利润61.83百万元，同比增长63.26%；实现基本每股收益（加权平均）0.66元，高于之前我们预期。

几项因素促公司业绩快速增长

- 1、核心产品销售实现快速增长；
- 2、销售毛利率基本保持稳定；
- 3、费用控制能力强
- 4、2008年公司被认定为“高新技术企业”，享受15%的所得税率。

盈利预测与投资评级

公司2009~2011年实现每股收益0.84元、1.18元和1.60元。

我国的基础医疗器械生产企业与国外企业相比具有明显的成本优势，且中国的基础医疗器械市场面临着人口老龄化、人们保健意识的增强、国家对基础医疗投入加大这种历史性的发展机遇，市场空间广阔。公司是我国最大的康复护理和医用供氧系列产品的生产企业，产品线丰富，在细分的市场具有较高的市场占有率和竞争优势，未来三年仍能保持30%以上的增长。

我们维持“买入”的投资评级。

风险提示

1、行业政策性风险 2、现有产品在终端的快速增长具有不可持续性，新产品的市场销售慢于预期，营销费用的增多，业绩增长低于预期。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	289.48	401.37	573.50	765.99	1004.97
EBITDA(百万元)	69.84	83.68	119.57	159.70	209.52
净利润(百万元)	37.87	61.83	87.39	122.04	165.91
净利润增长率	20.04%	63.26%	41.34%	39.65%	35.95%
每股收益(元)	0.540	0.660	0.844	1.179	1.603
市盈率	0.00	36.20	32.98	23.61	17.37
市净率	0.00	6.06	5.41	4.69	0.00
EV/EBITDA	0.00	33.94	23.98	17.96	13.69
每股红利(元)	0.20	0.30	0.35	0.38	0.38
股息率(%)	0.00	1.07	1.26	1.36	1.36

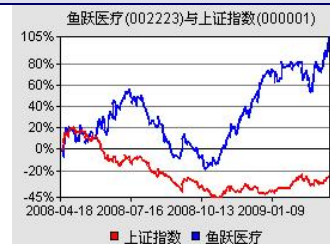
来源: 江苏鱼跃医疗设备股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	27.84
目标价格(元)	30.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	18.02%	41.49%	105.15%
上证综指	.25%	31.02%	-34.42%

股票数据

总股本(万股)	10,300.00
流通 A 股 (万股)	2,600.00
主要股东:	
江苏鱼跃科技发展有限公司	
主要股东持股比例	44.85%
流通 A 股比例	25.24%

财务比率

ROE	15.23%
ROA	13.76%
资产负债率	9.74%
每股净资产(元)	3.94

2008 年报数据

2008年经营情况回顾

2008年实现快速增长，业绩高于预期

2008年，公司实现主营业务收入401.37百万元，同比增长38.65%；实现营业利润74.97百万元，同比增长48.53%；归属于上市公司股东的净利润61.83百万元，同比增长63.26%；实现每股收益（加权平均）0.66元，摊薄后的每股收益0.60元，高于之前我们预期。

同时公司公布了利润分配预案，每10股送1股转赠4股，并派送现金红利3元（含税）。

几项因素促公司业绩快速增长

1、核心产品销售实现快速增长

公司产品所处的行业为基础医疗器械行业，近几年成长迅速，公司产品快速增长的原因：

（1）医疗器械企业和制药企业类似，具有典型的营销推动型特征，2008年公司引进了一批技术人员和营销人员，加大技术开发力度和产品推广能力，使得公司产品销售取得了较大的提升。

（2）人口老龄化，人们保健意识的增强，基础医疗器械逐渐成为家庭必备品。

（3）温总理在2006年政府工作报告中明确“国家计划5年内投资200多亿元，对乡镇卫生院和部分县医院进行改造”。基层卫生机构设备配置的提升、农村和社区医疗卫生机构的建设，将促进基础医疗器械市场的快速增长。

（4）全国医疗机构15%的现有仪器和设备是70年代以前的产品，60%的设备是80年代中期以前的产品，大量的设备需要更新换代。同时，更新换代的过程将是一个需求释放的过程，将会在十年内促进医疗器械市场的快速增长。

在上述因素的影响下，2008年公司的康复护理和医用供氧两大系列销售收入为2.99亿元和1.01亿元，分别增长37.39%和45.56%。通过与公司沟通，我们认为公司主要核心产品的增速基本符合我们预期（详见我们2008年11月18日调研简报中的预测）。

优势品种听诊器、汞柱式血压计、保健盒等增长为25%；由于处于禁售期内，轮椅车的增速为20%；由于终端需求爆发，制氧机销售收入翻倍；雾化器增速为20%；超轻微氧气阀出口受金融危机影响不大，增速约为32%。新产品体温计、X光机、电子血压计销售收入还很少。

2、销售毛利率基本保持稳定

公司主要产品的原材料价格波动剧烈，公司通过及时改变生产经营策略，发挥集中采购、市场占有率、品牌等优势，使得毛利率基本保持稳定。2008年公司整体销售毛利率为29.37%，比去年同期稍有下降。

表1: 近三年销售毛利率情况

	2006	2007	2008
销售毛利率(%)	29.37	30.21	29.37

3、费用控制能力强

2008年公司引进了一批销售人员，并加大了对市场终端的投入，在产品销售收入实现快速增长的同时，销售费用也大幅攀升。2008年，公司销售费用率为4.31%，去年同期为3.68%。

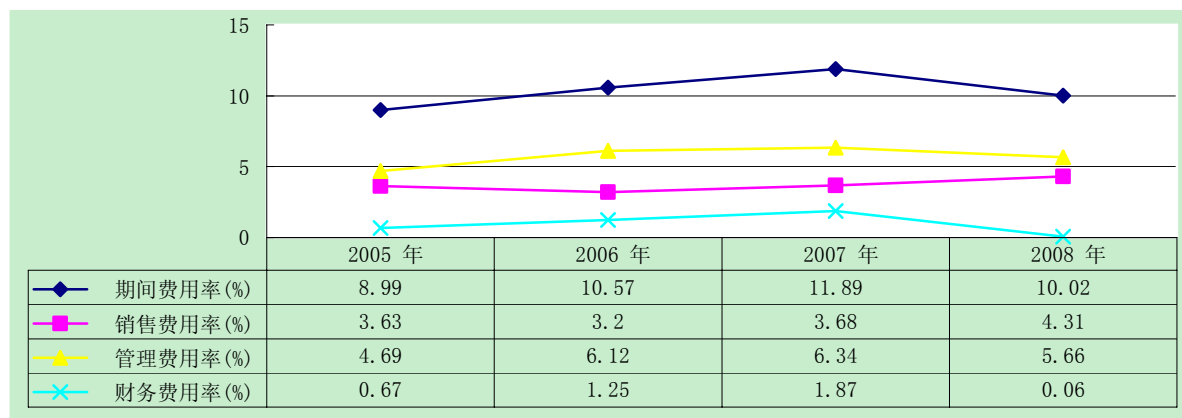
2008年公司三项费用率为10.02%，去年同期为11.89%，较强的费用控制能力体现了公司内部优质的管理能力，也是民营企业的优势。

表2: 三项费用变动情况

费用项目	2008年度	2007年度	同比增减	变动原因
销售费用	1729.54	1065.33	62.35%	2008年引进了一批销售人员，并加大了对市场终端的投入。
管理费用	2270.43	1834.77	23.74%	引进个别高级管理人员
财务费用	23.19	442.34	-95.72%	募集资金到位，产生了利息收入；同时归还了银行贷款，导致利息支出大幅减少。

数据来源：公司公告

图1: 公司近几年费用率情况



数据来源：Wind资讯

4、2008年公司被认定为“高新技术企业”，享受15%的所得优惠税率，以往公司所得税率为33%。

2009年经营展望

巩固优势品种的市场占有率

听诊器、汞柱式血压计、雾化器、制氧机、超轻微氧气阀等都是公司的核心产品，2006年市场占有率均超过三分之一，市场排名第一。2009

年，公司将继续以康复护理系列和医用供氧系列医疗器械为主导产品，保持优势品种的龙头地位，巩固既有的市场占有率。

加大新产品的推广力度

公司产学研结合已出成果，成功量产电动轮椅车、高频X光机等相关产品，数字X光机等已经取得突破。

2009年电子血压计、高频及数字X光机、血氧仪等新产品仍然是推广重点。2008年公司专门针对X光机、集中供氧机新建了医院设备事业部，这支新建的专供医院的销售队伍虽然2008年已经开始运作，但是在医院领域的销售还在摸索中，2009年还将加强投入。同时针对电子血压计等OTC产品，公司新建了一个TOC事业部，目前负责OTC终端销售的销售队伍还未成形，2009年将会集中管理基层产品，加强终端控制力度，渐渐独立起来。

盈利预测与投资评级

（一）盈利预测前提

1、公司产品销售收入及毛利率未来三年预测情况如下表。

表3：各个产品近三年销售收入和未来三年销售预测（单位：百万元；%）

产品名称		2009E	2010E	2011E
现有产品				
1、制氧机	增长率	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	34.81	34.81	34.81
2、汞柱式血压计	增长率	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	22.38	22.38	22.38
3、轮椅	增长率	25.00%	40.00%	40.00%
	毛利率(%)	21.62	21.62	21.62
4、保健盒	增长率	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	23.50	23.50	23.50
5、雾化器	增长率	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	41.26	41.26	41.26
6、氧气阀	增长率	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率(%)	43.00	43.00	43.00
7、听诊器	增长率	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	29.74	29.74	29.74
其他产品				
	增长率	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率(%)	36.00%	36.00%	36.00%
新产品				
1、体温计	增长率	525.00%	25.00%	25.00%
	毛利率(%)	20.00	20.00	21.00

2、X 光机	增长率	600.00%	100.00%	42.86%
	毛利率(%)	25.00	28.00	30.00
3、电子血压计	增长率	900.00%	50.00%	50.00%
	毛利率(%)	59.00	59.00	59.00
4、血氧仪	增长率	—	300.00%	100.00%
	毛利率(%)	30.00	32.00	35.00
总计	销售收入	563.50	750.99	977.47
	增长率	40.39%	33.27%	30.16%
	毛利率(%)	31.17%	31.34%	31.75%
	毛利润	175.65	235.35	310.32

数据来源：广发证券发展研究中心

2、2009~2011年，公司由于加大新产品的推广力度，加大OTC终端的掌控能力，销售费用率和管理费用率逐年提升；由于募集资金的使用，财务费用率有提升的趋势。营业税金及附加比率保持稳定。

3、公司所得税率按照15%计算。

（二）投资评级

依据上述盈利预测假设，公司2009~2011年实现每股收益0.84元、1.18元和1.60元。

我国的基础医疗器械生产企业与国外企业相比具有明显的成本优势，且中国的基础医疗器械市场面临着人口老龄化、人们保健意识的增强、国家对基础医疗投入加大这种历史性的发展机遇，市场空间广阔。公司是我国最大的康复护理和医用供氧系列产品的生产企业，产品线丰富，在细分的市场具有较高的市场占有率和竞争优势，未来三年仍能保持30%以上的增长。

我们维持“买入”的投资评级。

（三）风险提示

1、行业政策性风险：医疗器械属于国家管制相对比较严格的行业，不排除国家发改委出台行业整顿和限制政策，对行业整体造成不利影响。

2、现有产品在终端的快速增长具有不可持续性，新产品的市场销售慢于预期，营销费用的增多，导致业绩增长低于预期。

表4: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	231.99	289.48	401.37	573.50	765.99	1004.97
营业收入	231.99	289.48	401.37	573.50	765.99	1004.97
二、营业总成本	190.26	239.67	326.47	467.79	619.11	805.98
营业成本	163.86	202.03	283.47	391.95	521.79	678.42
营业税金及附加	1.47	1.90	2.34	3.73	4.98	6.53
销售费用	7.42	10.65	17.30	34.41	42.13	55.27
管理费用	14.20	18.35	22.70	34.41	45.96	60.30
财务费用	2.90	5.42	0.23	2.87	3.83	5.02
三、营业利润	41.45	50.47	74.97	105.78	146.94	199.06
营业外收入	13.00	7.37	0.03	0.03	0.03	0.03
营业外支出	0.98	0.37	1.33	2.00	2.00	2.00
四、利润总额	53.47	57.47	73.67	103.81	144.97	197.09
所得税	23.50	18.97	11.65	16.42	22.93	31.18
五、净利润	29.97	38.50	62.02	87.39	122.04	165.91
归属母公司净利润	31.55	37.87	61.83	86.95	121.43	165.08
六、每股收益(元)	0.306	0.368	0.600	0.844	1.179	1.603

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

鱼跃医疗(002223)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。