

鱼跃医疗（002223）

—渐入佳境，发展驶入快车道

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	25.38	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点：

新产品成业绩增长引擎

数字X射线机：预计公司的数字X射线机毛利在40%以上。目前公司已经中了贵州、甘肃、新疆等3-4个标。今年下半年公司将集中加强数字X射线机的销售。数字X射线机会逐渐的为公司贡献更多的收入。

电子血压计：公司的电子血压计在2009年开始启动，公司推动该产品的策略是，制定更低的终端零售价格来争取市场份额。虽然该产品在2009年很难产生较大的利润，预计全年将有2000万元的销售规模，明年的目标是7000-8000万元，该产品将在后年达到过亿的销售规模。会成为业绩增长的引擎之一。

公司的战略是始终“以市场为导向”来确定主推产品

公司对新产品的推广十分谨慎，如数字X射线等高端的产品公司早已掌握生产技术，但是公司始终“以市场为导向”来确定每一年的主推产品，并没有在掌握新产品后，盲目的立即投向市场，而是根据市场供求需要，而且是比照自身实力与主要竞争对手的差距程度来决定新产品上市时间表。

公司将着力拓展零售OTC终端

公司不断地强化零售终端拓展力度，将在OTC领域下苦功，公司已经拥有自己的OTC事业部。目前公司拥有强大的分销商网络，公司在全国大规模布局。全国共有450家分销商，基本覆盖了全国市场，而且长期都与经销商建立良好的合作关系。鱼跃医疗在全国大范围布局市场专区或者专营店，目前其拥有的市场专区在100-150家左右，09年将继续规模扩大，到2010年该布局将发展成熟，以此推动其生产的OTC类产品的销售，增强鱼跃医疗在家庭康复领域的品牌影响力和知名度。

2009 年 9 月 20 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	38.56/11.62
上证指数/深圳成指	2962.67/11977.40
50 日均成交额(百万元)	34.60
市净率(倍)	9.66
股息率	1.18%

基础数据

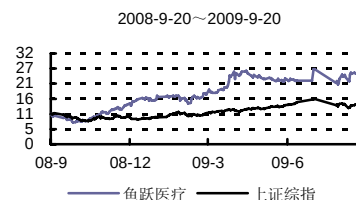
流通股(百万股)	39.00
总股本(百万股)	154.50
流通市值(百万元)	989.82
总市值(百万元)	3921.21
每股净资产(元)	2.63
净资产负债率	10.78%

股东信息

大股东名称

持股比例

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	刘晓明、刘斌
电 话：	021-51097188-1931
电 邮：	
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路379号金穗大厦15F（200120）

继续选择兼并同类小公司或引入战略合作者

公司近期先后收购了苏州医疗用品厂，进行拓展中医医疗器械领域。投资控股泰格电子，提升光机电一体化水平。与盐城市蒂菱体温计有限公司合资，扩大体温计产能。公司近几年一直保持较高的复合增长率，未来公司要保持较快速度的增长必须通过外延式增长或成功的投产新产品来实现。而医疗器械行业的现状是：企业数量多、规模小、发展水平低、产业组织分散，市场竞争力较弱。因此公司依然会继续选择兼并同类小公司或引入战略合作者，以这种方式来保持公司较高的增长率

盈利预测

我国大量的慢性病和残疾病人由于医疗资源紧张和诊疗费用较高无法得到医治，随着城市社区卫生服务网络的完善，将可以在社区就诊、在家治疗，家庭对康复护理类产品的需求将出现爆发式增长。鱼跃医疗是行业内的龙头公司，将分享行业的增长，考虑公司9月18日获得直销美国客户的准入资格及血氧仪2010年将开始贡献利润。调高对公司10、11年的预测，预计公司09、10、11年EPS分别为0.64、0.90、1.19元，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

目 录

第一部分 公司简介	4
第二部分 公司所在行业发展现状	6
2.1 行业的吸引力	6
2.2 中国的机会	6
2.3 康复护理类医疗器械逐渐进入家庭	7
第三部分 新产品成业绩增长引擎	8
3.1 公司不断的加强研发的投入	8
3.2 公司已经切入数字 X 射线机领域	8
3.3 挑战欧姆龙推出电子血压计	8
第四部分 公司的战略是始终“以市场为导向”来确定主推产品	9
第五部分 公司将继续着力完善销售终端	9
5.1 公司将着力拓展零售 OTC 终端	9
5.2 布局市场专区或者专营店	10
第六部分 继续选择兼并同类小公司或引入战略合作者	10
6.1 收购苏州医疗用品厂，拓展中医医疗器械领域	10
6.2 投资控股泰格电子，提升光机电一体化水平	11
6.3 与盐城市蒂菱体温计有限公司合资，扩大体温计产能	11
第七部分 公司 09 上半年经营业绩回顾	12
7.1 上半年业绩超出预期	12
7.2 毛利率有较大幅度的提高	12
7.3 三项费用分析	13
第八部分 主要业务预测假设	13
第九部分 盈利预测与投资评级	14
第十部分 主要风险因素	15
10.1 快速发展带来的管理风险	15
10.2 公司目前尚无有效的激励机制	15
10.3 新产品推出进度缓慢	15

图 表 目 录

图表 1 公司最新股权结构及旗下子公司情况	5
图表 2 近几年医疗器械行业工业总产值及增长率变化情况	7

表 格 目 录

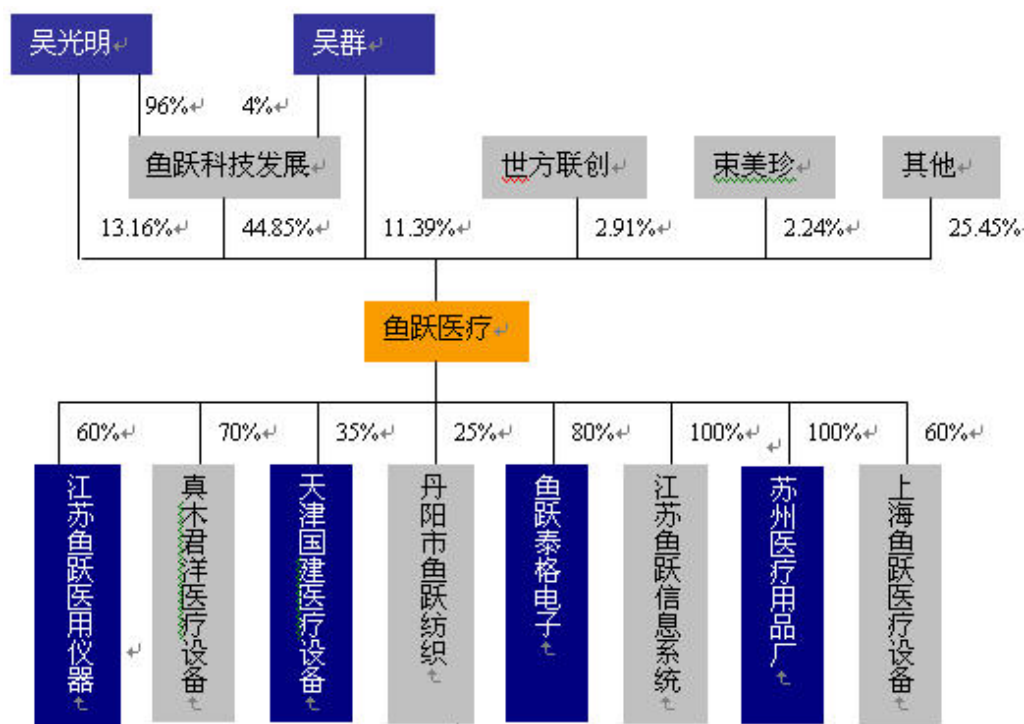
表格 1 公司主要产品市场占有率情况	5
表格 2 公司 2008-2009 年分季度利润表	12
表格 3 09 上半年主要产品毛利率及增速	13
表格 4 公司主要产品销售收入预测假设	14
表格 5 公司主要财务报表预测	16

第一部分 公司简介

公司目前是国内最大的康复护理和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业，公司上市之初主要产品包括轮椅、血压计、听诊器、制氧机、超轻微氧气阀、雾化器等产品。经过一年的发展，公司又将产品线延展到高频X 射线等医用影像领域。公司近期先后收购了苏州医疗用品厂，进行拓展中医医疗器械领域。投资控股泰格电子，提升光机电一体化水平。与盐城市蒂菱体温计有限公司合资，扩大体温计产能。

公司目前的实际控制人为董事长吴光明及其子吴群，两人间接通过其全资控股公司鱼跃科技发展有限公司控制了上市公司44.85%的股权，另外两人还分别直接持有上市公司13.16%，及11.39%的股权。

图表 1 公司最新股权结构及旗下子公司情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心整理

表格 1 公司主要产品市场占有率情况

产品	06市场份额排名	09市场份额排名
血压计	第一	第一
听诊器	第一	第一
雾化器	第一	第一
轮椅	第二	第一
制氧机	第一	第一
氧气阀		第一

资料来源：公司公告、国元证券研究中心整理

第二部分 公司所在行业发展现状

2.1 行业的吸引力

首先，世界人口老龄化及富裕化的趋势，为医疗消费支出增长提供了可能，同时也为医疗器械行业的发展奠定了基础。从上世纪90 年代开始，虽然全球经济衰退，但医疗器械行业仍然保持良好的发展势头。近年来，美国医疗器械工业增长率为6%~7%，欧洲的医疗器械工业增长率也在3%以上，日本经济增长率为3.5%左右，而医疗器械工业增长率达8%。

同时，随着it 技术的发展及其与医疗技术的结合，造就出许多创新且有效的新的医疗方法。近年来，随着b 超、ct、核磁共振装置、直线加速器、超声定位体外震波碎石机、神经电位诊断系统、正电子断层扫描机、伽玛照相机等一批尖端精密医疗仪器设备的广泛应用，医疗器械市场销售额增幅十分惊人。

同时，与药品相比，医疗器械产业对投资公司有着更大的吸引力，这是由于医疗器械公司由初创到成熟与投资基金的投资周期相吻合，一般一家医疗器械公司由初创到成熟大约需要5 年~7 年的时间，这正好与投资基金的投资周期同步。而对制药企业来说，此周期至少需要10 年以上的时间。

2.2 中国的机会

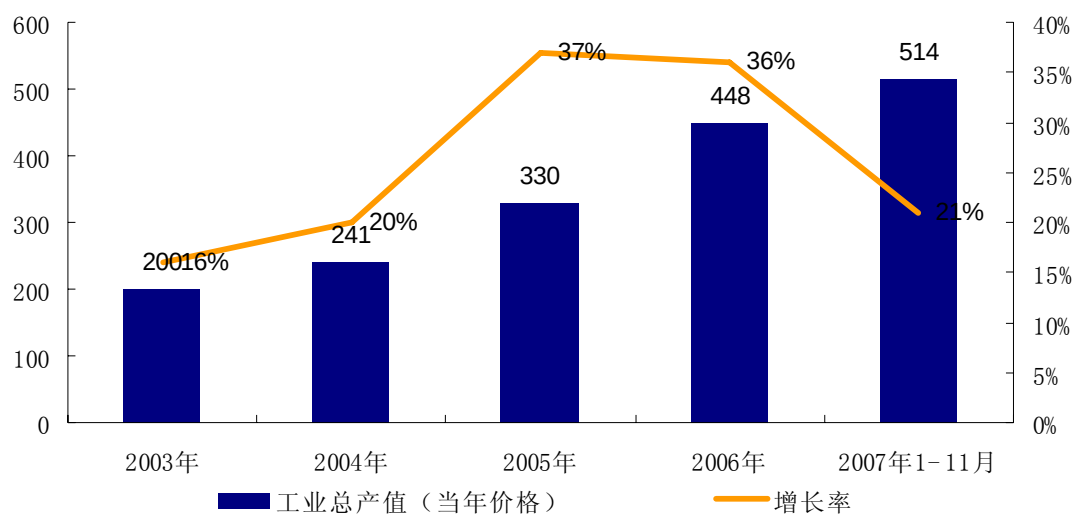
近年来，国内医疗器械产品逐渐向多功能方向延伸，产品结构不断调整，市场

也随之不断扩大。医疗器械生产集中度逐渐提高，医疗器械行业经济规模逐渐扩大，新技术和新产品不断涌现，医疗器械产业已经逐渐成为我国先进制造业的一个重要组成部分。本世纪以来，我国2000年-2006年年平均递增20%以上。2006年，我国市场规模已达600亿元，市场规模位居全球第四。

现代医学对疾病的预防和治疗在很大程度上依赖于先进的医疗设备的诊断，在发达国家，医疗设备与器械产业和制药业的产值大体相当。而在我国，前者产值只是后者的1/5，这种比例的严重失调预示着医疗设备与器械产业在我国还有巨大的发展空间。目前，医疗器械已经成为医药保健品类商品中第二大进出口商品。

我国落后的医疗器械装备水平与社会日益增长的医疗需求之间的巨大矛盾，促进了我国医疗器械市场的快速增长。国家大力推进城乡医疗服务体系的建设新增大量基础医疗器械需求。政府将加大对基础医疗设施的投入，以满足这些新增的需求。

图表 2 近几年医疗器械行业工业总产值及增长率变化情况



资料来源：中经网、国元证券研究中心整理

2.3 康复护理类医疗器械逐渐进入家庭

随着生活水平提高，自我保健意识不断加强，颈椎腰椎牵引器、按摩器、理疗仪、吸氧机、血压计、血糖仪等医疗器械也逐渐进入家庭。

老龄化目前已成为全球社会关注的问题，由于出生率降低和医疗水平提高，我

国老年人口比重逐年提升，08 年65 岁以上老年人口已达1.1 亿人，占总人口比重8.3%。老年人慢性疾病患病率高，且有相当数量行动不便。随着我国医疗重心向社区下沉，一些老年病人的常规诊疗将由社区医生上门完成，家庭将承担部分日常护理工作，对制氧机、轮椅车、手杖、血压计、血糖仪、防褥疮床垫等康复护理和医用供氧类器械需求将会明显增加。

第三部分 新产品成业绩增长引擎

3.1 公司不断的加强研发的投入

医疗器械行业产品更新换代的速度很快，必须通过不断推出新产品来保证公司的持续发展能力。公司拥有13 项国家专利，多个产品被认定为国家或省级高新技术、火炬计划产品。研发中心被江苏省科技厅评为“江苏省医疗诊断护理设备工程技术研究中心”，同事公司还获批成立了博士后科研工作站。公司还在南京新建了研发中心，以吸引高层次的研发人才加盟。近几年公司对研发的投入不断加大，通过研发推出了电子血压计、电动轮椅、小型高频X 线机等新产品。

3.2 公司已经切入数字X射线机领域

除原有基础医疗器械外，公司也根据自身战略要求，进入大型医院设备领域，公司已经切入数字X射线机领域，该产品属于高技术产品，为未来产业升级发展方向。公司该产品主要竞争对手有迈瑞、万东，但都没有形成上规模的销售。公司的数字X射线机几乎所有使用零件都是自产的，因此毛利率远高于万东医疗，预计毛利在40%以上。目前公司已经中了贵州、甘肃、新疆等3-4个标。数字X光机对人体伤害少，同时也使电子病历成为可能，且将来可能进行国家招标，集中订单已经开始有，今年下半年公司将集中加强数字X射线机的销售。预计数字X射线机会逐渐的为公司贡献更多的收入。

3.3 挑战欧姆龙推出电子血压计

电子血压计：2009年开始启动，主要竞争对手是欧姆龙，目前，欧姆龙是全球电子血压计第一品牌，年销售额大约为8亿元，在中国的销售规模近4亿。公司推动

该产品的策略是，制定更低的终端零售价格来争取市场份额。欧姆龙血压计的平均零售价是300-400元，而公司产品的零售价为200-300元，价格优势明显。该产品在2009年很难产生较大的利润，预计全年将有2000万元的销售规模，保守估计明年的目标是6000万元，该产品将在后年达到过亿的销售规模。

第四部分 公司的战略是始终“以市场为导向”来确定主推产品

公司对新产品的推广十分谨慎，如数字X射线等高端的产品公司早已掌握生产技术，但是公司始终“以市场为导向”来确定每一年的主推产品，并没有在掌握新产品后，盲目的立即投向市场，而是根据市场供求需要，而且是比照自身实力与主要竞争对手的差距程度来决定新产品上市时间表。这种策略就使得公司新产品上市成功的几率相对来说非常的大。

第五部分 公司将继续着力完善销售终端

5.1 公司将着力拓展零售OTC终端

完善畅通的销售渠道是公司重要的核心竞争力，确保了公司新老产品可以迅速投放到各地销售终端，同时也能迅速反馈用户对公司产品的改进需求。公司不断强化零售终端拓展力度，将在OTC领域下苦功，公司已经拥有自己的OTC事业部，其负责人来自于欧姆龙，这将有助于具有相同通路形态产品的整合，新产品电子血压计、未来的新产品电子体温计等有望得到有效的推动。公司大部分产品为单价较低、市场范围较广的基础医疗器械，并且随着其终端用户从医院、疗养院使用延伸至普通家庭，市场主体也越来越分散。公司传统产品品牌影响力和市场占有率高、利润稳定，对经销商有较大吸引力。

目前公司拥有强大的分销商网络，公司在全国大规模布局。目前公司已与国内150多家一级经销商及300多家二、三级经销商建立了合作关系，覆盖5,000多家药店和医院。基本覆盖了全国市场，而且长期都与经销商建立良好的合作关系。

5.2 布局市场专区或者专营店

目前公司产品在零售和医院市场的销售比例约为 2: 1，为推动OTC类器械的销售以及加强自身品牌影响力，鱼跃医疗在全国大范围布局市场专区或者专营店，为终端提供市场调研、专柜设计布置、广告策划、人员培训、客户管理等全过程服务，目前其拥有的市场专区在100-150家左右，09年将规模扩大，到2010年该布局将发展成熟，以此推动其生产的OTC类产品的销售，增强鱼跃医疗在家庭康复领域的品牌影响力和知名度，如电子血压计系列、床垫系列、颈椎牵引器、制氧机等市场拓展都会受益，当然与此同时也有利于其他产品的推广和销售。今后这种专柜拓展模式也会复制到自有品牌产品的海外市场销售中。

第六部分 继续选择兼并同类小公司或引入战略合作者

6.1 收购苏州医疗用品厂，拓展中医医疗器械领域

苏州医疗用品厂，主要产品是针灸针和针灸器械。是针灸针等针灸器械国家标准和行业标准的起草单位，从1996年起先后通过了澳大利亚TGA、美国FDA、德国TUV等权威机构的GMP认证、ISO9001、EN46001、ISO13485质量认证和欧盟医疗器械CE认证，成为国内医疗器械行业首家通过欧盟CE认证的企业。同时公司的电子医疗保健器械和可吸收性外科缝线也分别通过了欧盟医疗器械CE认证。公司主要产品“华佗牌”针灸针、针灸器械、电子医疗保健器械和可吸收性外科缝线等医疗器械产品畅销全国和世界130多个国家和地区，取得了良好的经营业绩和社会效益，

“一类企业卖标准，二类企业卖品牌，三类企业卖产品”，谁主导了产品技术标准，谁就主导了市场。世界上有针灸针国家标准的国家，迄今为止只有中国和日本。中国的标准都是该厂承担起草工作的。

公司此次收购苏州医疗用品厂，主要就是为了进军中医医疗器械领域。本次收购对09年业绩影响不大，即使并表后贡献的利润也比较小，2010年将产生一定影响。收购该厂更重大的意义在于鱼跃医疗将拥有“华佗”这个品牌，公司未来生产的中

医医疗器械将可以贴“华佗”牌打入国际市场。我们认为收购苏州医疗用品厂意义重大之处就在于此。

公司近几年一直保持较高的复合增长率，未来公司要保持较快速度的增长必须通过外延式增长或成功的投产新产品来实现。而医疗器械行业的现状是：企业数量多、规模小、发展水平低、产业组织分散，市场竞争力较弱。因此公司依然会继续选择兼并同类小公司或引入战略合作者，以这种方式来保持公司较高的增长率

6.2 投资控股泰格电子，提升光机电一体化水平

公司原有产品以低端为主，然而产品良好的市场表现离不开技术研发。自上市以来，鱼跃医疗最大的变化是技术研发实力的大大提升。由于资金等原因，之前鱼跃医疗在产品技术研发方面实力相对薄弱，为改变此局面，鱼跃医疗在技术研发方面加大投入，力求突破。收购常州泰格电子，是公司长远发展的一小步。

常州泰格电子之前是鱼跃医疗的一家配套企业，主要从事设计、生产和销售电子产品，并涉及工业控制系统和系统集成领域。据了解，常州泰格电子主要研发人员有20多年的研发经验，具有很强的硬件和软件开发能力。收购之后，20多个高级工程师进入鱼跃医疗，通过投资控股泰格电子将使鱼跃医疗的光机电一体化水平及软件技术水平得到较大的提升，为公司发展相关高端产品提供的技术保障与支持。

6.3 与盐城市蒂菱体温计有限公司合资，扩大体温计产能

2009年公司与盐城市蒂菱体温计有限公司合资成立江苏鱼跃医用仪器有限公司，采用先进技术专业生产体温计，并在国内外市场销售该产品。由公司总经销，盐城蒂菱现有产能200万支/月，2007年产值2500万元，毛利率20%左右。合资公司成立后，盐城蒂菱产能完全转入合资公司，再借助于鱼跃公司完善的销售渠道，可将合资公司的产能完全发挥，年销售额预计可达3000万元左右。由于该产品与公司现有的听诊器、血压计等通路形态基本一致，所以由此带来的新增费用不大，销售净利率很有可能将超过公司目前平均水平。预计，2009年新产品体温计有望贡献900 万左右利润。未来时机成熟，公司还将生产电子体温计，并重点推广。将采取绝对价格占领市场的策略，从而抢占欧姆龙在华电子体温计市场。

第七部分 公司09上半年经营业绩回顾

表格 2 公司 2008-2009 年分季度利润表

	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q08	2Q08
营业总收入	87.09	111.56	106.61	96.12	123.31	147.44
营业总成本	71.64	88.12	87.18	79.54	98.80	118.17
营业成本	60.53	77.49	77.54	67.91	81.13	86.59
营业税金及附加	0.65	0.64	0.24	0.80	1.03	1.13
销售费用	3.69	3.02	4.86	5.73	5.23	11.56
管理费用	4.37	6.19	4.43	7.71	9.33	17.89
财务费用	1.29	0.70	0.02	-1.78	-0.18	-0.51
资产减值损失	1.09	0.07	0.09	-0.82	2.26	1.51
其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.06	0.11	0.08
投资净收益	-0.16	-0.03	-0.08	0.29	0.08	-0.02
营业利润	15.29	23.41	19.35	16.93	24.71	29.33
营业外收入	0.00	0.00	0.01	0.01	0.55	0.00
营业外支出	0.49	0.71	0.05	0.08	0.02	0.01
利润总额	14.80	22.70	19.31	16.85	25.23	29.32
所得税	3.63	5.86	4.89	-2.73	4.03	4.34
净利润	11.17	16.84	14.42	19.58	21.20	24.98
少数股东损益	0.08	0.23	0.05	-0.18	0.25	0.04
归属于母公司所有者的净利润	11.10	16.61	14.36	19.76	20.94	24.94
每股收益（单位：元）	0.15	0.17	0.13	0.21	0.20	0.10

资料来源：公司公告、国元证券研究中心整理

7.1 上半年业绩超出预期

2009 年上半年，公司实现营业总收入2.71 亿元，同比增长36.3%；其中康复护理系列2.09 亿元，同比增长40.3%；医用供氧系列6169 万元，同比增长24.8%。实现净利润4,588 万元，同比增长65.6%，每股收益0.30 元，超出外界普遍预期。收入快速增长和毛利率大幅提升是驱动业绩增长的主要因素。

7.2 毛利率有较大幅度的提高

表格 3 09 上半年主要产品毛利率及增速

类别	毛利率	毛利率同比增长
康复护理系列	38.36%	8.79%
医用供氧系列	36.86%	4.19%
合计	38.02%	7.68%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心整理

公司毛利率增长较快的主要原因：

- 1、随着公司行业地位的奠定及采购量的增加，对上下游的溢价权得以体现：对上游谈判原材料价格，对下游稳定产品价格，从而导致毛利率提高。
- 2、高毛利产品的销售比例增加，从而提高整体毛利率。

7.3 三项费用分析

销售费用：同比增长150%，主要原因是公司加大对主要产品的推广力度，引进大量销售人员。

管理费用：同比增长158%，主要原因是公司为保持后续增长，投入了大量的研发费用，并对传统产品进行技术改造。

财务费用：同比下降135%，主要原因是利息支出大幅下降，同时募投的资金取得一定的利息收入。

第八部分 主要业务预测假设

2009年9月18日，从美国食品药品监督管理局（FDA）获悉，鱼跃医疗制氧机通过FDA510K的审核，获得向美国客户直接销售的准入资格，鱼跃制氧机近年供销两旺，已当之无愧的成为中国的第一品牌，也成为亚洲制氧机的最大生产商。

美国是国际制氧机最大的消费国，过去公司制氧机向美国的销售，主要通过OEM贴牌方式，受制于美国的厂商。经过两年的努力，公司取得美国准入，将极大改善营销环境，为向美国客户的直接供应提供了基础，为公司制氧机的发展提供了极大

的空间。另据医电分厂消息，鱼跃医疗多款符合国际需求的新型制氧机已投入研发。

由于公司拿到直销美国客户的准入资格及血氧仪2010年将开始贡献利润，因此提高我们之前对公司的10、11年的盈利预测至0.9元、1.19元。

表格 4 公司主要产品销售收入预测假设

单位：百万		2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
吸氧机	销售收入	16.47	34.44	44.17	70.67	116.60	151.58	189.48
	YOY		109.12%	28.25%	60.00%	65.00%	30.00%	25.00%
血压计 (汞柱式)	销售收入	26.19	33.92	45.17	56.46	73.40	88.07	105.69
	YOY		29.52%	33.17%	25.00%	30.00%	20.00%	20.00%
轮椅	销售收入	65.99	32.11	37.45	50.56	60.67	72.80	87.36
	YOY		-51.35%	16.63%	35.00%	20.00%	20.00%	20.00%
保健盒	销售收入	13.68	18.44	24.56	32.67	43.45	54.31	67.89
	YOY		34.80%	33.20%	33.00%	33.00%	25.00%	25.00%
X 光机	销售收入				5.00	40.00	60.00	90.00
	YOY					700.00%	50.00%	50.00%
雾化器	销售收入	10.02	12.32	16.69	22.53	26.13	30.31	35.16
	YOY		22.94%	35.43%	35.00%	16.00%	16.00%	16.00%
听诊器	销售收入	8.33	10.58	13.62	17.02	24.68	32.09	41.71
	YOY		26.99%	28.73%	25.00%	45.00%	30.00%	30.00%
体温计	销售收入					22.00	27.50	34.38
	YOY						25.00%	25.00%
电子血压计	销售收入				1.70	20.00	60.00	100.00
	YOY					1076.47%	200.00%	66.67%
氧气阀	销售收入	6.05	8.53	15.61	15.77	15.93	16.72	17.56
	YOY		40.93%	83.05%	1.00%	1.00%	5.00%	5.00%
血氧仪	销售收入						5.00	7.50
	YOY							50.00%
其他产品	销售收入	65.80	78.55	89.94	116.92	146.15	182.68	228.35
	YOY		19.38%	14.50%	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%
总计	销售收入	212.53	228.88	287.20	401.37	589.01	781.08	1005.09
	YOY		7.69%	25.48%	39.75%	46.75%	32.61%	28.68%

资料来源：公司公告、国元证券研究中心整理预测

第九部分 盈利预测与投资评级

我国大量的慢性病和残疾病人由于医疗资源紧张和诊疗费用较高无法得到医治，随着城市社区卫生服务网络的完善，将可以在社区就诊、在家治疗，家庭对康复护理类产品的需求将出现爆发式增长。鱼跃医疗是行业内的龙头公司，将分享行业的增长，考虑公司9月18日获得直销美国客户的准入资格及血氧仪2010年将开始贡献利润。调高对公司10、11年的预测，预计公司09、10、11年EPS分别为0.64、0.90、1.19元，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

第十部分 主要风险因素

10.1 快速发展带来的管理风险

公司正处于快速成长期，随着销售规模持续扩大，管理工作将随之增多。正如上文中提及，公司已经并购了一些相关公司，并表示将继续采取并购的方式来进入新的产品领域，因此公司不得不面临如何有效整合，壮大公司，而不是使并购来的公司成为公司业绩的拖累。

10.2 公司目前尚无有效的激励机制

随着公司的不断壮大，及不断的引进新的人才，公司不得不建立有效的激励约束机制来保证持续健康发展。

10.3 新产品推出进度缓慢

医疗器械不同于其他的制造业的公司，新产品从实验室研究到产品中试阶段，最终到规模化和产业化生产，往往需要较长时间，也存在失败的风险。而且医疗器械新产品投入生产之前还必须通过药监部门审核，获得产品注册证，

表格 5 公司主要财务报表预测

资产负债表		单位:百万元				利润表		单位:百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E		
流动资产	271	460	563	720	营业收入	401	589	781	1005		
现金	155	288	405	467	营业成本	283	378	491	628		
应收账款	46	103	82	165	营业税金及附加	2	4	5	6		
其他应收款	4	9	10	14	营业费用	17	37	51	65		
预付账款	7	8	12	14	管理费用	23	58	77	98		
存货	55	43	47	49	财务费用	0	-7	-10	-15		
其他流动资产	3	8	8	11	资产减值损失	0	4	4	4		
					公允价值变动收						
非流动资产	179	173	165	158	益	0	0	0	0		
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0		
固定资产	109	119	120	118	营业利润	75	116	164	218		
无形资产	32	32	32	31	营业外收入	0	1	0	0		
其他非流动资											
产	37	22	13	9	营业外支出	1	0	0	0		
资产总计	449	633	728	878	利润总额	74	117	164	218		
流动负债	44	159	144	165	所得税	12	18	25	33		
短期借款	0	68	49	39	净利润	62	99	139	185		
应付账款	40	65	77	104	少数股东损益	0	1	1	1		
其他流动负债	4	25	18	22	归属母公司净利润	62	99	138	184		
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	85	116	162	211		
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.64	0.90	1.19		
其他非流动负											
债	0	0	0	0							
负债合计	44	159	144	165							
少数股东权益	-0	0	1	2							
股本	103	155	155	155							
资本公积	237	195	195	195							
留存收益	66	124	232	361							
归属母公司股东权益	406	474	582	711							
负债和股东权益	449	633	728	878							

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
经营活动现金流	61	90	156	114	
净利润	62	99	139	185	
折旧摊销	10	7	8	8	
财务费用	0	-7	-10	-15	
投资损失	-0	-0	0	0	
营运资金变动	-15	-15	21	-72	
其他经营现金					
流	3	5	-2	7	
投资活动现金流	-73	-0	-1	-1	

主要财务比率					
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	
成长能力					
营业收入	38.7%	46.7%	32.6%	28.7%	
营业利润	48.5%	54.9%	41.1%	33.0%	
归属于母公司净利润	63.3%	59.6%	40.3%	33.0%	
获利能力					
毛利率(%)	29.4%	35.9%	37.1%	37.5%	
净利率(%)	15.4%	16.8%	17.7%	18.3%	
ROE(%)	15.2%	20.8%	23.8%	25.9%	
ROIC(%)	25.4%	36.8%	57.8%	60.9%	
偿债能力					
资产负债率(%)	9.7%	25.1%	19.8%	18.8%	
净负债比率(%)	0.00%	43.01%	34.24%	23.84%	
流动比率	6.19	2.90	3.90	4.37	
速动比率	4.93	2.62	3.57	4.08	
营运能力					
总资产周转率	1.11	1.09	1.15	1.25	

资本支出	73	0	0	0	应收账款周转率	8	7	8	7
长期投资	0	-0	0	-0	应付账款周转率	6.95	7.15	6.88	6.93
其他投资现金									
流	0	-0	-1	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	124	44	-39	-51	每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.64	0.90	1.19
					每股经营现金流 (最新摊薄)				
短期借款	-80	68	-19	-10		0.39	0.58	1.01	0.74
长期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	2.63	3.07	3.77	4.60
普通股增加	26	52	0	0	估值比率				
资本公积增加	201	-41	0	0	P/E	63.42	39.74	28.33	21.30
其他筹资现金									
流	-23	-35	-20	-41	P/B	9.66	8.28	6.73	5.52
现金净增加额	112	133	116	62	EV/EBITDA	44	32	23	18

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn