

稳健快速增长的基础医疗器械龙头

鱼跃医疗 (002223)

评级: 增持 (首次)

股价: 29.53 元 目标价: 33.8 元

调研报告

2009 年 10 月 28 日 星期三

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波
021-50586660-8643
qy@longone.com.cn
医药行业/医疗器械

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

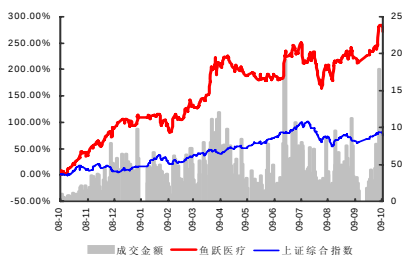
总股本(亿股)	1.55
流通股本(亿股)	0.39
总市值(亿元)	47.11
流通市值(亿元)	11.89

6 个月目标价位	33.8
升值潜力(%)	14.5
目标价确定日期:	2009.10.27

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	19.15	9.61
3 个月	12.34	20.14
6 个月	22.45	(4.54)

个股相对上证综指走势图



投资要点

基础医疗器械龙头保持稳健快速增长

公司是国内最大的康复护理和医用供氧医疗器械生产企业。公司前三季度营业收入 4.1 亿元,同比增长 34.25%;实现净利润 7219 万元,同比增长 71.61%;每股收益为 0.47 元。整体而言,公司的成长速度很快,毛利率持续提升。我们保守估计公司未来 3-5 年内仍将保持 30-40%的复合增长率,增长动力主要来自于公司产品、营销、研发“三位一体”的内生发展模式以及行业发展推动、外延并购扩张等外在因素刺激。

行业的市场潜力是公司快速成长的基础

近几年来,我国的医疗器械市场增长非常迅速,刺激因素包括人口老龄化,国家新医改和医疗器械产业政策扶持,以及国际医疗科技技术的进步等。2000 年-2008 年医疗器械行业年均增长率达到 13%-15%,预计 2010 年我国医疗器械行业总产值将超过 1000 亿元,行业巨大的发展前景将成为公司保持高成长性的坚实基础。

丰富的产品组合是公司的核心优势

公司目前产品共计 43 个品种、300 多个规格,主要包括康复护理系列、医用供氧和医用影像系列三大类,是我国医疗器械行业目前产品品种最多的生产企业。其中制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器,轮椅 6 个产品的市场占有率达到国内第一。

众多的产品依托鱼跃的品牌彼此串联在一起,形成了强大的组合优势。目前竞争企业除在单个产品上瓜分市场外,在多项组合产品上还没有竞争者能同公司形成有效的竞争。

主要产品方面,血压计、听诊器等传统优势产品保持两位数以上的增长,雾化器由于基数较低,预计增速将超过 40%。制氧机为主的医用供氧系列产品预计今年将贡献 1.2 亿元左右的收入,且毛利率水平提升显著。轮椅收入增幅较小,但预计 2011 年恢复出口后将获得放量。新产品中 X 光机今年预计

收入将超过 4000 万元，电子血压计也能实现 1500 万左右收入。

□ 强大的品牌营销能力是持续增长的保证

公司拥有覆盖全国的分销商网络，营销渠道非常通畅，主要产品采用品牌营销的经营模式，利用会展、广告及专柜等多种营销手段，成功建立了国内基础医疗器械领域的第一个名牌企业。

新产品只需利用鱼跃的品牌和渠道，采取同老产品进行组合销售的方式就能快速打开市场，获得高于同行的利润水平。

□ 定向增发提升公司研发水平

公司 10 月 20 日公告增发预案，拟非公开发行不超过 1000 万股，每股发行价格不低于 23.68 元，计划募集资金 25090 万元，用于医用分子筛制氧机（新增 12 万台小型及 200 套大型）、轮椅车（新增年产 15 万辆）、医用压缩机（泵）产业化、研发中心技改等四个项目。预计明年融资完成后，公司的研发能力极大提升，生产工艺有效改进，产品毛利持续提高。

□ 通过并购推新产品、扩大规模

公司继收购苏州医疗器械厂成功进入中医医疗器械领域后，未来仍将积极寻找合适的项目，通过并购获得新的产品，迅速扩大公司规模。苏州医疗器械厂明年正式并表后将对公司业绩产生积极的作用。

□ 盈利预测与估值

公司在维持老产品 10-15% 增速的条件下，预计未来几年新产品贡献 10-15% 的增速，并购提供 10% 左右的增速，整体利润水平有望获得 30-40% 的快速增长。

我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.66 元、0.86 元和 1.13 元，给予公司“增持”评级，未来 6 个月目标价 33.8 元，对应公司 2009-2011 年每股收益的 PE 分别为 51 倍、39 倍和 30 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122