

鱼跃医疗 (002223)

小器械做出大天地

——鱼跃医疗深度研究报告

✍ 吴洋

☎ 86-10-58362785

✉ wuyang@bhq.com

评级: 买入

目标价格: ¥ 42.50

当前价格: ¥ 34.83

2009.12-7

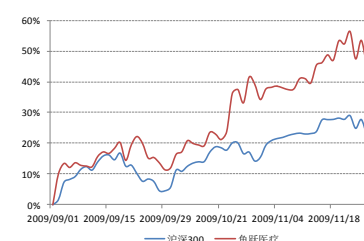
投资要点:

- 公司近年来业务高速增长, 毛利率持续提升。我们估计公司未来3-5年内仍将保持40-50%的复合增长率, 增长动力主要有三个: 一是行业自身高速发展的推动, 二是公司自身的竞争优势, 三是外延式并购扩张等外在因素刺激。
- 2000年以来, 我国医疗器械行业收入和利润的年复合增长率高达29%和41%, 远高于医药工业总体21%和23%的增速。但相对医药制造业的比例远低于国际水平, 增长空间非常大。随着新医改的推出, 在医保扩容和建立基层医疗卫生体系的推动下, 医疗器械行业未来三年CAGR超过25%。
- 公司定位于康复护理等基础医疗器械领域, 从长远看, 随着中国老龄化程度的提高, 家庭健康护理的思想将越来越为人们接受。而在这些中低端基础设施上, 国内优秀厂商的技术水平与外资相差无几, 成本却低很多, 渠道方面优势更明显, 市场竞争力更加突出。
- 公司具有优秀的管理能力, 营销能力和出色的费用控制能力, 09年管理费用和销售费用率有所提高, 主要是用做研发费用和建设销售网络, 为未来的发展做准备。现在公司的技术水平已经逐步积累提高, 且建立了覆盖全国的多层次销售体系。后续公司将不断开发市场前景好的产品, 扩大公司的盈利点, 比如10年公司计划重点推出数字X光机 (DR), 电子血压计等产品。
- 公司09年通过收购苏州医疗用品厂成功进入中医器械领域, 预计未来仍将积极通过并购迅速扩大公司规模, 将给公司带来新的利润增长点。
- 公司09年计划增发不超过1000万股, 用于制氧机和电动轮椅车的项目改造。预计公司2009、2010年的EPS分别为0.72、1.06元/股, 给予公司买入评级, 目标价42.5元。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	289.48	401.37	613.10	820.58	1,079.66
(+/-)%	24.8%	38.7%	52.75%	33.84%	31.57%
经营利润 (EBIT)	56.55	75.56	133.84	207.23	315.64
(+/-)%	25.6%	33.6%	77.13%	54.84%	52.31%
净利润	37.87	61.83	110.71	174.52	268.25
(+/-)%	20.0%	63.3%	79.04%	57.64%	53.71%
每股净收益 (元)	0.49	0.60	0.72	1.06	1.63

请务必阅读正文之后的免责条款部分

股价走势图



公司简介

鱼跃医疗是国内康复护理和医用供氧领域龙头企业。产品包括 43 个品种, 300 多个规格, 是同类企业中产品品种最丰富的。而公司一直秉承做专做精的理念, 力争每个主要产品都要做到行业前三名。目前公司主要产品制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器等均处于市场第一的位置, 多年来, 公司生产的产品质量好、技术含量高, “鱼跃”已成为医疗器械领域的名牌商标。

相关报告

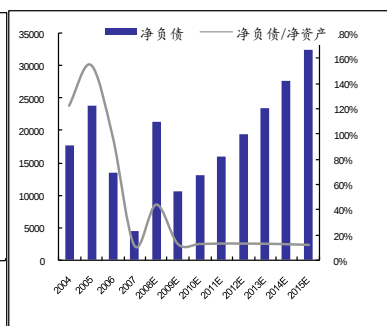
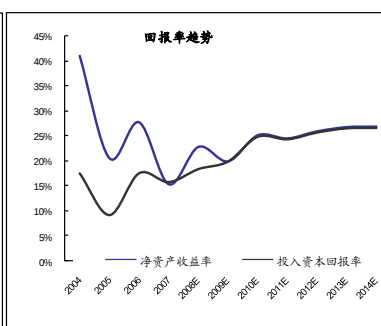
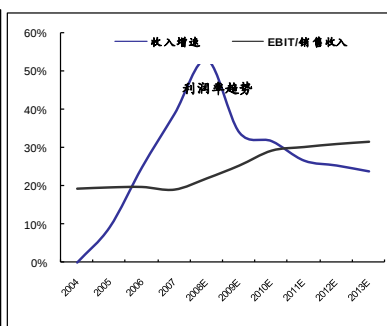
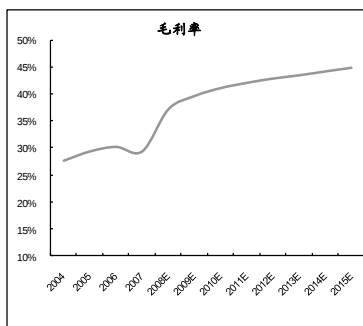
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	43	155	184	272	442	营业收入	289	401	613	821	1080
应收票据	5	3	9	13	17	营业成本	202	283	385	495	636
应收账款	43	46	95	127	168	营业税金及附加	2	2	5	5	7
预付款项	4	7	3	3	3	销售费用	11	17	36	44	47
其他应收款	5	4	7	9	12	管理费用	18	23	54	68	74
存货	50	55	63	81	105	财务费用	5	0	1	1	-4
其他流动资产	2	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	6	3	3
长期股权投资	0	0	31	31	31	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	80	109	217	315	353	投资收益	1	0	1	1	1
在建工程	0	32	41	74	15	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	50	75	127	205	317
无形资产	33	32	38	51	49	营业外收支净额	7	-1	7	6	7
长期待摊费用	2	2	3	3	2	税前利润	57	74	134	211	324
资产总计	271	449	701	987	1203	减：所得税	19	12	21	33	51
短期借款	80	0	129	0	0	净利润	38	62	113	178	273
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	38	62	111	175	268
应付账款	41	40	54	69	89	少数股东损益	1	0	2	3	5
预收款项	5	4	7	10	13	基本每股收益	0.49	0.60	0.72	1.06	1.63
应付职工薪酬	2	2	2	3	3	稀释每股收益	0.49	0.60	0.72	1.06	1.63
应交税费	4	-4	14	17	18	财务指标					
其他应付款	2	1	8	8	8	成长性					
其他流动负债	0	0	0	0	0	营收增长率	24.8%	38.7%	52.8%	33.8%	31.6%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	25.6%	33.6%	77.1%	54.8%	52.3%
预计负债	0	0	0	0	0	净利润增长率	20.0%	63.3%	79.0%	57.6%	53.7%
负债合计	134	44	213	106	131	盈利性					
股东权益合计	137	406	488	881	1072	销售毛利率	30.2%	29.4%	37.2%	39.6%	41.1%
现金流量表						销售净利率	13.1%	15.4%	18.1%	21.3%	24.8%
净利润	38	62	113	178	273	ROE	27.6%	15.2%	22.7%	19.8%	25.0%
折旧与摊销	7	10	15	25	32	ROIC	17.45%	15.68%	18.29%	19.81%	24.80%
经营活动现金流	32	57	107	168	256	估值倍数					
投资活动现金流	23	-66	-174	-166	-8	PE			45.0	30.4	19.8
融资活动现金流	-128	125	96	86	-79	P/S			8.1	6.5	4.9
现金净变动	-73	116	29	88	170	P/B			10.21	6.02	4.95
期初现金余额	116	43	155	184	272	股息收益率	1.8%	0.6%	0.6%	0.9%	1.6%
期末现金余额	43	159	184	272	442	EV/EBITDA	39.7	37.1	33.2	21.7	14.0

DCF—WACC 输出

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	7556.2	13384.0	20723.2	31563.9	41245.9	53022.4	66875.9	81478.6	98983.5	119523.4	144302.4
所得税	15.82%	15.82%	15.82%	15.82%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
NOPLAT	6360.9	11266.8	17445.0	26570.8	30934.4	39766.8	50156.9	61108.9	74237.7	89642.5	108226.8
营运资金净变动	-1787.1	-2093.1	-3439.3	-4466.0	-4872.8	-5865.2	-6882.2	-6678.6	-7888.2	-9146.1	-10889.6
资本支出	-6592.8	-13792.5	-16960.9	-870.8	-4870.8	-970.8	-5370.8	-1080.8	-1080.8	-1080.8	-1201.8
自由现金流	-1041.3	-3156.6	-428.6	24474.8	24936.0	37028.4	42289.7	57977.4	69983.4	83949.5	100666.9

WACC	8.76%	Ke	11.9%
永续增长率	1.00%	Kd	4.9%
终值	46990.8	t	16%
企业价值	837332.1	Rf	2%
非核心资产价值	21764.9	E(Rm)	0.11
债务价值	12855.79	Rm - Rf	9%
股权价值	824476.3	D/A	2.3%
股本	15450.00	E/A	97.7%
每股价值	53.36	Beta	1.12

估值		g				
		1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
WACC	7.53%	66.71	71.00	76.05	82.11	89.51
	8.03%	60.69	64.21	68.32	73.17	78.98
	8.53%	55.52	58.45	61.83	65.76	70.41
	9.03%	51.03	53.49	56.30	59.54	63.32
	9.53%	47.11	49.19	51.55	54.24	57.35
	10.03%	43.65	45.43	47.42	49.69	52.27
	9.09%	23.46	23.46	23.46	23.46	23.46



1. 企业简介

鱼跃医疗是国内康复护理和医用供氧领域龙头企业。产品包括 43 个品种，300 多个规格，是同类企业中产品品种最丰富的。而公司一直秉承做专做精的理念，力争每个主要产品都要做到行业前三名。

公司产品分为两大系列：

康复护理系列：血压计（分汞柱式血压计、表式血压计、电子血压计三种）、听诊器、雾化器（分压缩空气雾化器、超声雾化器两种）、数字 X 线机、吸引器、吸痰器、轮椅车（坟电动轮椅车、手动轮椅车两种）、防褥疮床垫、牵引器、手杖、助行器、座厕椅、床边桌、保健盒、急救包等；

医用供氧系列：制氧机、供氧器、超轻微氧气阀、氧吸、氧气袋等。

目前公司前六大产品制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器、轮椅车的市场占有率达到国内第一。多年来，公司生产的产品质量好、技术含量高，“鱼跃”已成为医疗器械领域的名牌商标。

公司 2009 年前三季度实现营业收入 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。

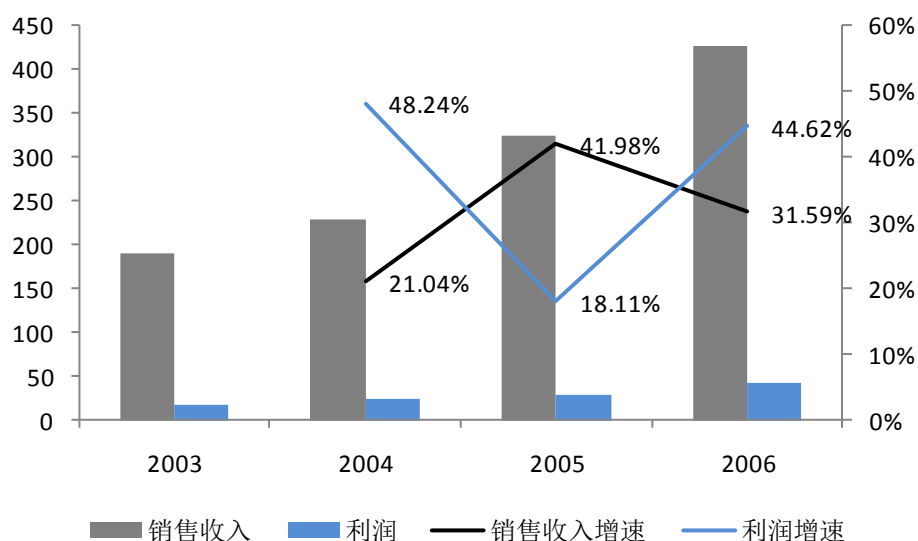
整体而言，公司的成长速度很快，毛利率持续提升。我们估计公司未来 3-5 年内仍将保持 30-40% 的复合增长率，增长动力主要有三个：一是行业自身高速发展的推动，二是公司自身的竞争优势，三是外延式并购扩张等外在因素刺激。

2. 行业的快速增长

我国医疗器械行业目前的现状是：增速快、潜力大、集中度低。

2000 年以来，我国医疗器械行业收入和利润的年复合增长率高达 29% 和 41%，远高于医药工业总体 21% 和 23% 的增速。但从总量上看，2008 年 1-11 月，医疗器械行业实现销售收入 636 亿元，占同期医药制造业销售收入的 9.69%，远远低于国际 40% 的比例。国际上美国、欧洲、日本共同占据全球医疗器械市场的 83.9%，处于绝对领先地位，而我国市场不足 5%，发展的空间很大。另外，行业集中度非常低，全国生产企业超过 1.2 万家，平均每个企业只有三百多万的销售规模。

图 1：2002 年——2006 年我国医疗器械行业销售收入与利润增长情况



资料来源：招股说明书、渤海研究

长期来看，我国医疗器械行业还处于发展初期。受益于我国经济实力和人均收入的快速提高，医疗器械市场将在全球占据更大的比重，同时会诞生如强生、美敦力一般的医疗企业。

国内医疗器械市场中，高端医疗器械占整体市场的 25%，基础医疗器械占整体市场的 75%。高端市场基本被国际大型医疗器械制造商垄断。省市级医院除了一些常规消耗性产品外，主要的医疗器械均是外资产品；县区级医院，有 2/3 的医疗器械采用外资产品；只有乡镇、街道医院才多用国产品牌。以放射诊疗设备为例，CT 多使用 GE 的设备，核磁共振成像装置主要由西门子提供，血管造影设备则大多使用飞利浦的产品。但随着我国企业软件开发能力和精密电子设备制造能力的提高，国内企业正在逐步打破国外企业垄断，出现了一批如深圳迈瑞、沈阳东软、万东医疗、微创科技、乐普医疗等从事高端医疗器械产品生产的优秀企业。

中国本土绝大多数医疗器械企业仍以生产中低端基础医疗器械产品为主，鱼跃医疗就是本土医疗器械的领军企业，基础医疗器械对产品质量要求高，成本要求高，而对精密制造和软硬件开发实力要求不高，国内企业充分利用这一优势占据这一市场。而基础医疗器械领域，我们认为将是中国未来发展更快的领域。

2009 年 4 月，新医改正式推出。新医改的目标中明确提出了进一步完善医疗服务体系，建设结构合理、覆盖城乡的医疗服务体系，解决群众“看病难”的问题。主要包括：

一是要大力发展农村医疗卫生服务体系，进一步健全以县级医院为龙头、乡镇卫生院和村卫生室为基础的农村医疗卫生服务网络。积极推进农村医疗卫生基础设施和能力建设，提高服务质量。

二是要完善以社区卫生服务为基础的新型城市医疗卫生服务体系。建立城市医院与社区卫

生服务机构的分工协作机制，逐步实现社区首诊、分级医疗和双向转诊，使有限的医疗资源得到充分的利用。

新医改方案提出：三年内中央重点支持 2000 所左右县级医院(含中医院)建设。2009 年，完成中央规划支持的 2.9 万所乡镇卫生院建设任务。再支持改扩建 5000 所中心乡镇卫生院，每个县 1-3 所。实现每个行政村都有卫生室。三年内新建、改造 3700 所城市社区卫生服务中心和 1.1 万个社区卫生服务站。中央支持困难地区建设 2400 所城市社区卫生服务中心。

目前中国农村大部分医疗机构还缺乏最基本的医疗器械装备，需要建设的乡镇卫生院达 70% 以上，这一块市场有“填平补齐”的需求；国内医疗机构总体装备水平还很低，70% 左右是上世纪 70、80 年代的产品，它们更新换代的过程又是一个需求释放的过程。“填补空白”和“升级换代”将共同会保证未来较长一段时间中国医疗器械市场的快速增长。

目前基层医疗卫生机构用器械产品主要靠国家专项资金订单式购买，从下表可以看出近年来国家用于医疗器械方面的支出。

表 1：近年来与医疗器械相关的政策

2006 年 8 月 29 日	《农村卫生服务体系建设与发展规划》投入资金总量为 216.84 亿元，投入对象是县医院、县妇幼保健机构、县中医院、乡镇卫生院，投向医疗器械的资金共 67.71 亿元。到 2010 年全部建成。在之前几年主要用于投资房屋建设的基础上，2009 年中央将安排专项投资近 27 亿元，主要用于购买设备装备，同时开展县妇幼保健机构和县中医院的设备装备。中央的投资按照一般卫生院平均 8 万元、中心卫生院平均 20 万元、妇幼保健所平均 25 万元、妇幼保健院平均 38 万元、中医院平均 100 万元选配设备。
2008 年 11 月 23 日	从新增 1000 亿投资中再安排 48 亿元，专项用于农村卫生基础设施建设。其中，26.21 亿元用于支持 7300 多个农村卫生项目，包括县医院、乡镇卫生院、村卫生室等；21.79 亿元用于支持农场、林场和海岛的基层卫生机构。我们测算这 48 亿中将有 15 亿用于医疗设备的购买，对医疗器械行业起到直接的拉动作用。
2009 年 1 月 21 日	国务院通过《关于深化医药卫生体制改革的意见》和《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》3 年内各级政府预计总投入 8500 亿元，其中有 165 亿全部定点投向全国 2.9 万所乡镇卫生院和城市社区卫生服务机构，全部作为其医疗器械设备的购置补助。

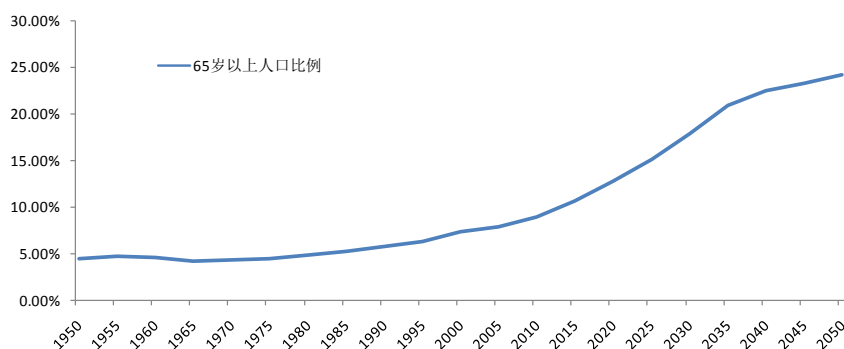
资料来源：渤海研究

政策上来看，趋势是明显向农村医疗机构和社区医疗机构倾斜，而基层医疗机构更倾向于配备基本医疗器械，中低端医疗器械将明显受益于政策而实现需求释放。这为国内企业提供了良好的发展机会。尽管跨国公司已经越来越注重基础医疗器械市场的开拓，如佳能、锐柯等厂商都针对“新医改”推出了数字诊断设备的解决方案，但我们认为：在中低端设备上，国内厂

商的技术水平与外资相差无几，而价格优势明显，渠道方面优势更明显，同时政府在进行医疗器械采购时将更倾向于国产厂商，因此未来基础医疗器械市场仍将由国内厂商主导。

除了产业政策推动外，全球人口老龄化程度的加剧及智能化产品的开发也将带动康复护理类医疗器械产品需求出现爆发式增长。目前，我国 60 岁以上老人达到 1.69 亿，约占总人口的 13%，且仍在持续增加，已成为世界上老年人口最多的国家。老年人抵抗力差，更易生病，慢性病患病率远高于年轻人，我国老年人的增多，使老年人医疗保健需求急剧增加。

图 2：我国人口老龄化预测



资料来源：国家统计局、渤海研究

随着老龄化的发展，老年人占人口比例的扩大，现有医院床位及护理能力难以满足老年人的慢性疾病和残疾医疗护理需求，老年人的康复护理逐步向家庭转移。康复护理类医疗器械产品逐步向电子化、小型化、智能化发展，医疗器械的使用更容易为普通消费者掌握，康复护理类的医疗器械进入家庭的外部环境逐步成熟，市场需求将急剧放大。而鱼跃的主要以康复护理产品为主，包括：血压计、轮椅车、雾化器、保健盒等产品，收入和利润占比超过 60%。多年来，鱼跃已成为康复护理领域的名牌，多个产品市场占有率位居全国第一。

此外，随着人们生活水平提高和医疗保健意识的提高，医疗器械行业也将受到推动而迅速增长。综合这些驱动因素，我们认为医疗器械市场将继续保持较快的增速，未来三年市场规模的 CAGR 不低于 25%。而鱼跃医疗作为基础医疗器械生产的龙头企业，将以更高的速度成长。

3. 公司自身的优势

我们认为公司之所以能够高速地发展壮大，除了行业的因素外，自身的竞争能力也很重要。主要是具备三方面优势：管理优势、产品优势和营销优势。

3.1. 管理优势

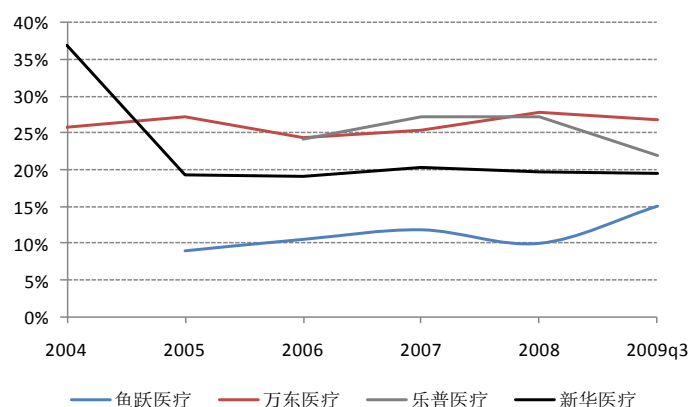
我们认为公司作为优秀民营企业的代表，去年刚刚上市，创业者的激情非常高。同时管理层具备非常优秀的管理能力和经验，体现在以下两个方面。

一、战略上公司选择了医疗器械这个高速发展的行业，从技术难度不高的 I,II 类医药器械产品入手，降低了创业的风险。通过聚焦市场前景好的器械产品，公司同样获得了较高的毛利率。现在，公司已逐步在基础医疗器械领域树立了良好的品牌声誉，产品线也基本稳定，未来公司可以不断开拓毛利率更高、技术难度更大的新产品。

公司之所以能从基础医疗器械产品中攫取高毛利，主要源自公司把产品做精的思想。主要产品市场占有率都在第一、第二位，未来的新产品也将按照这一标准开拓。成为了产品市场的领导者之后，公司才可能获得定价权，从而获得高毛利。优秀的制造能力和营销能力是公司占领市场的保证。

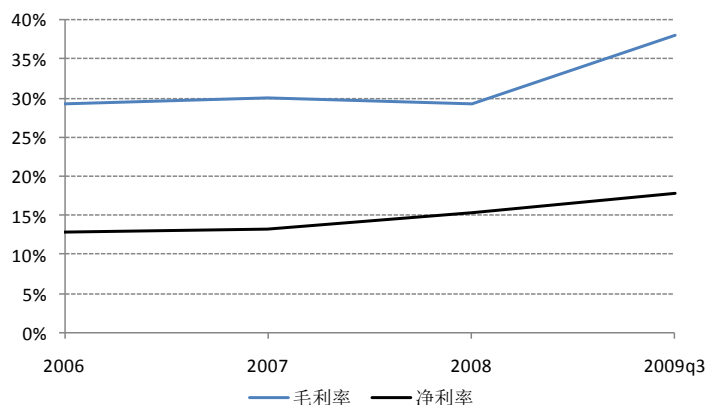
二、从公司日常运作来看，公司的费用控制能力非常优异。05-08 年，期间费用率都保持在 10% 左右，同行业医疗器械上市公司一般都在 20%-25% 之间。这使得公司毛利率维持在 30% 左右的情况下，净利率可以不断提高。

图 3：医疗器械上市公司期间费用率对比



资料来源：WIND、渤海研究

图 4：近年来鱼跃医疗毛利率和净利率变化



资料来源：WIND、渤海研究

09 年，公司扩大了销售队伍，并增加了研发投入，因此销售费用和研发费用都有较大幅度的提高，期间费用率上升到 15%，我们认为：这是公司为长远发展所做的必要的积累和准备，未来公司的期间费用率可能保持在 12%~14% 的水平。

3.2. 产品优势

公司的产品优势并不在于核心技术上，应当说，基础医疗器械的技术难度并不高，竞争厂家很多，但公司何以在多个产品上都能占据市场。我们认为，核心的优势在于质量与成本的平衡。

公司主要生产 I 类、II 类医疗器械，安全性要求低，相对生产难度也小，国内产品性能上与国外产品相差不太大，而且消费者更加关注耐用性、价格、外观等因素。鱼跃医疗的产品非常注重这些因素，并使之达到了平衡。相比国外产品，拥有价格优势；而与国产厂商相比，在外观、功能、质量上都处于前列，价格稍贵但又可以让消费者接受。这样就非常容易占据市场。

而且公司基础医疗器械产品品种齐全，通过规模化生产降低了原材料的采购成本，摊低了模具开发的费用，而竞争对手产品单一，无法再整体上与公司竞争。公司还可能通过产品的搭配销售，以极少的销售费用提高盈利。

公司在近期研发实力大幅提升，产学研结合的发展模式已出成果。公司已成功量产电动轮椅车、高频 X 线机等相关产品，数字 X 线机等产品也已取得突破，软件方面也已经可以自主研发。相信未来公司在技术上将不断提升，将使产品更具竞争力。

3.3. 营销优势

销售在医药行业的重要性不言而喻，可以说，市场上每款成功的医药产品都是成功营销运作。公司采取以经销商销售为主、直营为辅的销售模式。公司主要通过经销商覆盖医院与药店等销售终端，部分集团客户和重大政府采购项目由公司直接销售。

公司目前已经建立了广泛的销售网络，覆盖 34 个省、自治区的 5000 多家医院和要点。公司的经销商数量持续增加，已从 2004 年的 150 多家增加到目前的 400 多家，一方面使得公司产品 and 品牌的影响面不断扩大，目前已可以覆盖全国所有省、自治区和直辖市；一方面加快了公司产品在全国铺开的速度，目前公司的新产品从开发完成到全国的终端市场销售仅需 15 天；确保了产品可以迅速投放到全国各地药房和医院等销售终端；完善的售后服务网络既可以确保公司产品能够得到及时的维修，也可以迅速反馈客户对公司产品的改进需求，为保持公司产品持久的竞争力起到了关键作用。相比跨国企业，公司在二、三线城市销售网络具有优势，在国内厂商中，公司的销售网络也更加完善。

公司对经销商的选择较为严格，在价格折扣和销售回款等条件的谈判上具有主动权。公司产品品种最丰富，与从事单一品种生产经营的竞争对手相比，具有较大的营销成本优势。

目前，公司更加重视直接销售的作用，09 年将销售队伍从 200 人增加到 270 人，扩大直销规模的同时，更帮助经销商营销，提高效益，共同发展。公司专门开设 OTC 事业部，并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，到 2010 年该布局将发展成熟，以此推动其 OTC 类如电子血压计系列、床垫系列、颈椎牵引器、制氧机等市场拓展，增强鱼跃医疗在家庭康复领域的品牌影响力和知名度。

多年来的积淀使鱼跃成为医疗器械行业的名牌产品。这一品牌优势使公司在营销成本上更具优势，而企业开拓新产品的成本和风险都较小。我们认为，鱼跃医疗不仅拥有优秀的管理能力、一流的产品质量、出色的成本和费用控制能力，还建立了覆盖全国的销售渠道，这些因素串联起来使鱼跃的产品综合竞争力非常强。

4. 收购兼并带来外延式增长

2009 年 3 月 13 日，公司以 500 万取得常州泰格电子有限公司 80% 股权。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，收购之后，20 多个高级工程师进入鱼跃医疗，鱼跃医疗的光机电一体化水平及软件技术水平或将得到较大提升。

2009 年 8 月 4 日，公司公告，出资 3100 万元受让收购苏州医疗用品厂 100% 的股权。受让后，公司将增资 3000 万元，主要是降低苏州医疗用品厂的负债率，减少财务费用。

尽管苏州医疗用品厂今年只有 4000 万元的销售收入，300 万元的净利润，并表对公司业绩的影响不大，但我们认为从长远来看，这项收购将在两方面给公司带来回报：

公司认为，针灸针、缝合线、中医治疗仪等都是较好的品种，未来都有做到一亿元销售收入的潜力。据公司测算，针灸针国内有 17 亿元的市场，而“华佗牌”针灸针是百年品牌，在渠道和终端的影响力和渗透力很大，并掌握针灸针的国际标准制定权，销售价格也比竞争对手高很多。明年苏州医疗器械厂的销售规模有望翻倍，成为公司新的利润增长点。

另外，“华佗牌”这个老字号商标是中国唯一可以使用“HUATUO”牌在国外销售的中医器械产品，未来可以帮助公司获得中医器械的优先话语权，并有望走向国门销售。苏州医疗用品厂同时拥有多项国家专利，拥有 SDZ 系列电子针灸仪、针灸针等 22 项医疗器械注册证，收购将使公司能快速进入中医器械这一市场。苏州医疗用品厂的主要客户与本公司的客户有很强通路一致性，有效整合后将发挥各自优势，获取最大效益

公司未来仍将积极寻找合适的项目，通过并购获得新的产品，进入新的市场。这将促使公司利润的外延式增长。

5. 业务分析

公司主要产品中听诊器、血压计、超声雾化器等国内销售为主的产品在国内市场占有率超过 30%后，近三年增长率与行业增长率基本一致，保持在 20%以上。而制氧机、超轻微氧气阀、防褥疮床垫等新产品在市场占有率较低的情况下均取得了较大幅度的增长，而且制氧机、轮椅车等产品随着在社会上普及程度的提高，未来市场空间很大。

5.1. 制氧机

分子筛制氧机是公司的核心产品，2006 年以来，公司制氧机一直市场占有率处于第一位。06 到 08 年分别实现销售收入 3344、4417、7316 万元。

医用分子筛制氧机以沸石分子筛为吸附剂，采用物理变压吸附法将空气中的氧气与氮气进行分离，并滤除空气中的有害物质，从而获取符合医用氧标准的高纯度氧气，是一种可移动式的小型医用制氧设备，主要用于医用吸氧和家庭保健吸氧。

医用方面需求主要来自卫生机构的采购。预计新医改对基层医疗卫生体系的建设将促使制氧机的需求快速增长，目前我国 30 多万个卫生机构，以平均 6 年的设备寿命来看，更新带来的年需求量保守估计在 5 万台以上。

家庭吸氧需求主要来自呼吸系统疾病患者、尤其是慢性阻塞性肺部疾病（COPD）患者的家庭治疗、护理。COPD 主要指具有不可逆性气道阻塞的慢性支气管炎和肺气肿两种疾病，其患病人数多、死亡率和致残率高，居世界死亡原因的第四位。我国约有 3800 万 COPD 患者、每年死亡人数约为 100 万人。家庭氧疗被认为是最能影响 COPD 预后的主要因素之一，长期氧疗可以极大地降低患者的病死率、提高生活质量。

制氧机技术的进步加速了家庭氧疗的发展，分子筛医用制氧机既解决氧气瓶的充氧难题又大幅降低了吸氧费用。制氧机可以 24 小时连续供氧，克服了氧气瓶和化学制氧机单次充氧时间短的缺点。利用小型医用分子筛制氧机的平均吸氧成本仅为 0.18 元/小时，分别是化学制氧机的 1%、氧气袋的 1.5%和供氧器的 4.8%。即使考虑机器购置费用的分摊，吸氧成本也不超过 0.4 元/小时，持续氧疗 1 年的平均总成本约为 2500 元，相当的经济便宜。

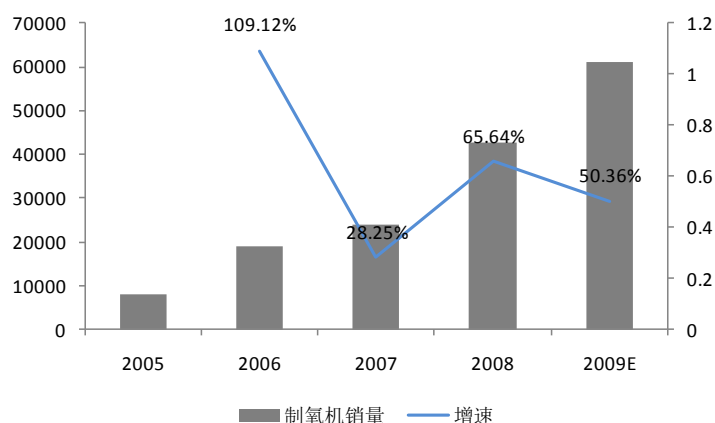
根据我国呼吸系统疾病患者及消费能力预测，医用分子筛制氧机的家庭用户年需求约为 6.5 万台。综上两部分的需求，我国制氧机的市场规模大概在 11.5 万台/年。

不仅对于 COPD，吸氧被证明对于预防心绞痛、冠心病、糖尿病等慢性病都有显著的效果另一方面，而且，随着人们生活水平的不断提高和改善，人们医疗保健也不断提高，越来越多的用户选择吸氧作为家庭日常健康保健的手段，尤其是老年人、体质较差的人群。据统计目前国内家庭吸氧的用户达 75 万左右，其中，采用制氧机的用户仅为 8 万户，采用其他方式吸氧气（氧气袋、供氧器、化学制氧机等）的用户约为 67 万户。制氧机由于其经济实用，势必会越来越受到消费者的青睐，逐步取代一部分其他的吸氧方式。预计到 2012 年，国内需求量将达到 25 万台。

而国际市场需求规模要远大于国内市场需求。制氧机在美国属于处方产品，被纳入医疗保险报销范围，开支全由保险公司负担，由此造成美国制氧机的保有量一直居于世界首位，占据全球市场 40% 的市场份额，奥巴马政府推行的医改将扩大政府的医保范围，制氧机的需求量也将随之增加，根据预测：2007 年至 2010 年，美国市场年均需求量约为 40 万台，到 2012 年，这一数字将达到 52 万台，届时全球制氧机市场年均需求量约为 140 万台。

目前国内制氧机企业主要有鱼跃医疗、北辰亚奥、浙江龙飞、沈阳新松维尔康和北京奥吉，销售模式基本相同，即国外销售采用 ODM 出口方式，国内则以自有品牌销售。公司现在的市场占有率最高，09 年全年有望实现 1.1 亿元的销售收入，同比增长 50%。

图 5：2005 年以来制氧机销量及增速



资料来源：招股说明书、渤海研究

从行业前景来看，市场容量还在快速增加，尤其是家庭保健这块。公司的小型医用分子筛制氧机 2009 年已通过美国 FDA 认证，未来将不仅可以 ODM/OEM，还可以自有品牌在国外市场销售产品，毛利率将会提高。而公司产品性价比很高，公司的小型分子筛制氧机价格略低于国内主要竞争对手同类产品，而仅有国外品牌产品价格的 1/5，性能方面的差距却不大。因此在市场上，尤其国际市场竞争能力很强。

另一方面，公司 09 年增发的募投项目，有一亿六千万与制氧机相关，其中 1 亿元支出用于新增年产 12 万台小型制氧机和 200 套大型制氧机的产能，从而将总产能提高到 18 万台。

六千万用于制氧机、雾化器的核心部件压缩机的自有开发的厂房改造，压缩机的自制将有大幅降低成本，提高毛利率，而且在性能和可靠性上也有望提高。

表 2 非公开增发募投资金使用计划

项目名称	拟投资总额（万元）
医用分子筛制氧机技术改造项目	10,045.75
轮椅车技术改造项目	4,997.53
医用压缩机（泵）产业化项目	6,031.86
研发中心技术改造项目	4,015.00
合计	25,090.14

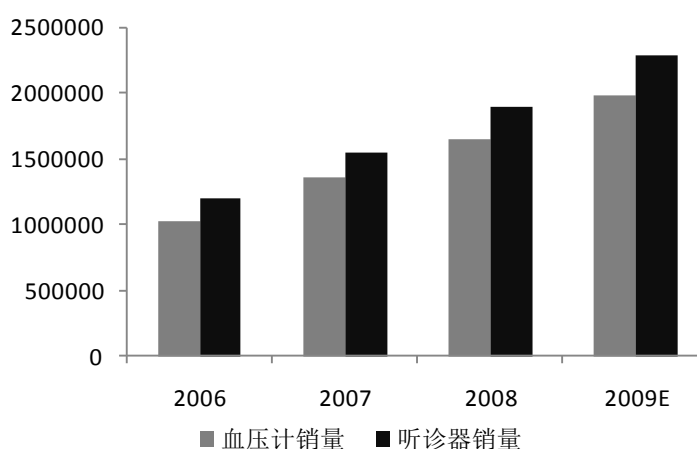
资料来源：公司公告、渤海研究

公司利用小型分子筛制氧机制造的经验 and 人才积累，成立专门项目组开发大型集中供氧设备。并于 09 年 6 月已经取得了大型分子筛集中供氧设备的注册证，这以产品未来将在医院得到广泛应用。相比传统供氧方式，供养方便，安全性提高，而且经济效益显著。该产品的推出强化了公司制氧系统的产品储备，为制氧产品的成长提供了保证。综合来看，我们预计未来 3 年公司制氧机的业务仍将保持 30%左右的快速增长。

5.2. 血压计、听诊器、保健盒

鱼跃医疗的汞柱血压计、听诊器市场占有率为 36%和 33%，均处于第一位，又通过保健盒把这两种产品整合起来，推出“家庭护理产品”的概念。2006、2007、2008 三年，血压计、听诊器及保健盒累计实现销售收入 6294 万、8335 万和 10138 万元。血压计和听诊器的销售均保持了 30%左右的增速，我们认为公司的成熟产品提高市场占有率的难度较大，但能通过分享行业的高速成长，而保持 20%~25%的增速。

图 6：血压计和听诊器近年来销量



资料来源：招股说明书、渤海研究

5.3. 轮椅车

轮椅车的需求主要来自老年人和残疾人两个群体。

90 年代以来，我国老龄化速度明显加快。截至 2008 年底，中国 60 岁以上老年人口达到 1.5989 亿人，约占总人口的 12%。而 09 年以后，随着共和国的同龄人步入老年，我国将经历又一次人口老龄化高峰。预计未来 60 岁以上老年人口将以年均 800 万人的规模递增。到 2025 年前后，60 岁以上老年人将突破 3 亿，占总人口比重的 20%。

根据国家统计局统计数据显示，2006 年全国各类残疾人的总数为 8296 万人。其中肢体残疾 2,412 万人，占 29.07%；多重残疾 1,352 万人，占 16.30%。在肢体残疾和多重残疾的群体中，其中有 15% 属于重度残疾约 555 万人，在生活、工作、治疗疾病和康复训练中，需要使用轮椅。

根据中国商情网的预测，目前国内市场轮椅车需求量约为 60 万辆，预计未来随着中国老龄化程度的提高以及居民生活水平的提高，越来越多的老年人开始加入轮椅使用者的行列，而无障碍设施的完善也将对轮椅车的需求起推动作用。

从国际上来看，轮椅车市场一直平稳发展。据 New Global Industry Analysts 市场研究公司的预计，2009 年世界轮椅市场销售近 400 万台轮椅，其中美国是全球最大的轮椅消费国，占总消费量的 50% 以上。

轮椅车原来是鱼跃医疗的核心产品，2005 年的销售收入占公司销售收入的 31.05%，但 2005 年随着公司将主营轮椅车的子公司——江苏英科的轮椅生产线转让给美国 APM 公司后，公司的产能就由 14 万辆/年下降到 5.5 万辆/年，最近几年，为了满足国内客户的轮椅车的需求，公司不得不从爱适博采购轮椅车增加了成本，但同时公司也不断提升自身的产能。06、07、08 年公司分别销售轮椅车 7.34 万、9.21 万、13.06 万辆。09 年前三季度已售出 12.03 万辆，目前市场占有率已经超过上海互邦医疗器械公司，位居全国第一。

2010 年 10 月公司同 APM 的协议将到期，届时公司将通过 OEM/ODM 渠道快速向国外客户供货。预计 11 年销量将有一个大幅提升。此次增发的募投资金有 5000 万元用于轮椅车技术改造项目，在现在厂区内新建 15000 平米的厂房，预计项目达产后将提高产能到 30 万辆，从而解除未来几年内的产能瓶颈。

5.4. 电子血压计

近年来，电子血压计由于其简单快捷的测量方式和便携的特点，适合于在家里自测血压，逐渐被人们所接受。

据卫生部统计，2008 年中国高血压患病人数达 1.6 亿，而患者的“知晓率”却十分低，大约

只有 30% 的患者知道自己血压过高。根据我国高血压病人数来算,即使血压计普及率达到 50%,也拥有 8000 万台的一个巨大的市场规模,而目前我国电子血压计普及率还不到 20%,年销售量才 300 万台左右。随着人们保健意识的提高,未来电子血压计的增长空间很大

目前市场上电子血压计有臂式、腕式和指式三种,测量准确度是递减的。从品牌来看,国外品牌主要有欧姆龙、松下、爱安德,一般价格较贵,400~600 元不等。其中欧姆龙生产电子血压计历史最悠久,规模也最大,占据了国内 55% 的市场份额。国内品牌包括瑞宝、金亿帝等,100~200 元左右。尽管国内和国外品牌的价格差距很大,但各品牌采用的测量方法和芯片都是差不多的,成本也不相上下。鱼跃医疗 09 年进入这一市场,凭借鱼跃的品牌、产品和营销的优势,今年预计将实现 10 万台的销量,但产品的品质还不太稳定。明年销量有望大幅增长。另外公司软件方面已经实现了自主开发,成本将大幅下降,毛利率超过 50%。

我们认为在电子血压计领域,鱼跃医疗未来凭借稳定的质量和品牌保证,以及相对进口品牌的性价比优势,将迅速的占领市场,未来 3 年收入平均增速将超过 50%。

5.5. 高频 (数字) X 射线诊断机

X 线机是基本医疗影像诊断设备,分为传统 X 线机和数字 X 线机 (DR) 两类。

传统的 X 线机主要用于胸部摄影、胃肠摄影、滤线器摄影等用途,按照其工作电压分为高频机和工频机两类。高频机出线波谱单纯,杂散射线少,成像清晰,比工频机减少 50% 以上的总出线量,对医生、患者辐射伤害都小得多。90 年代以后,国外 X 射线机基本过渡为高频机,这是国际上的发展方向,我国也在向高频机的方向发展。目前,国家招标一般都明确规定要求 200mA 以上的高频 X 线机。从基层医疗机构需购置的设备目录来看,高频 X 线机或数字 X 线机成为必备的器械设备,再加上很多原有落后的工频机器需要淘汰升级,因此高频 X 线机市场空间非常大。

表 3: 各医疗机构需要配置的医疗器械

医疗机构	医疗机构 数目	需配置的医疗器械设备
县医院	5879	中心监护系统、酶标分析仪、高压氧舱、动态心电分析仪、冷冻切片机、救护车、肺功能分析仪、数字 X 线机、焚烧炉、血液透析机、肺功能分析仪、移动式 X 线机、内窥镜清洗消毒机、自动生化分析仪、预真空高压锅、血液分析仪、化学气体消毒柜
乡镇卫生院	39080	高频 X 线机、B 超、心电图机、半自动生化分析仪、洗胃机、消毒器、洗胃机、无影灯、手术床、麻醉机、产床、多普勒胎儿听诊器、担架、除颤器、五官科椅、氧气瓶、妇科检查器械、血球计数器、口腔综合治疗台、救护车、尿分析仪、

		呼吸机
县级妇幼保健机构	1612	妇科治疗仪、红外线乳腺透照仪、胎儿心电监护仪、产后康复治疗仪、电子阴道镜、儿童视力筛查仪、儿童听力筛查仪、儿童弱视治疗仪、儿童智力测试仪、经皮测胆红素仪、全自动双目电动显微镜、微量元素检测仪、半自动生化分析仪、B波诊断仪。
县中医（民族医）院	1941	高频X线机、床头X线机、彩超、心电图机、心电监护仪、心脏除颤仪、呼吸机、自动洗胃机、手术床、麻醉机、救护车、除颤器、血球分析仪、骨科牵引床、手术器械、电子胃镜、乙状结肠镜、纤维结肠镜、中药煎药设备、裂隙灯、中药熏蒸床、针灸治疗仪、疼痛治疗仪、肛肠电脑治疗仪、中药雾化吸入设备、中药离子导入仪、三维电脑牵引床、高频微波治疗仪

资料来源：渤海研究

鱼跃医疗的高频X线机起步较晚，但通过吸引多方高端研发人才加盟，公司技术实力有了质的飞跃，开发进步神速。2008年6-7月份，公司的高频医用诊断X射线机得到的生产许可证，公司的产品是200mA的高频X线机，切合招标的标准，凭借公司在基础器械领域的品牌和渠道优势和产品良好的性价比，公司的产品很快进入贵州、甘肃、新疆等招标体系，并获700台订单，总值约3500万。尽管产品单价5万/台左右，但公司仍有较大的毛利空间，显示了公司出色的成本控制能力。通常，几千元的价差可能会主导招标的结果，因此我们相信公司产品未来在市场上将很有竞争力。

数字化X线机（DR），它与传统X线机的主要差别是：第一，用探测器把X射线转换成可被计算机接受的电信号或数字信号，代替用胶片对X线进行感光的传统成像方法；第二，具有先进的计算机系统，用于对数字化图像的处理、存储和显示，为临床诊断提供方便。DR的应用带来的好处是：1，简化了工作流程、提高了诊断速度和效率；2，大大降低了X射线剂量、减少了辐射危害；3，提高了图像清晰度和分辨率，成像综合水平远超传统X线机；4，拍摄的X光片信息量大大丰富，可动态调节窗宽、窗位，改变了以往X光平片固定影像的局限性，基本适合任何部位的摄片。

DR已不再局限是一个简单的X线机，而更多是一个围绕拍片为中心的集成化操作系统。这个操作系统在一个工作面上涵盖了X线摄影的所有工作，包括病人数据登记，曝光前准备，曝光程序选择，图像测量以及后处理，图像打印和归档，报告的制作等等，为用户提供了极大的方便。

DR属于较高端医学影像诊断设备，其需求主要来自医院的新购需求和更新升级的需求，受政策拉动明显。近几年，放射科设备数字化升级改造在国内县级以上医院掀起了不小的波澜。

能够实施改造的机器包括普通胃肠机、拍片机、模拟定位机、血管机等设备。大型医院主要需

求高端设备，进口品牌如 GE、西门子、飞利浦的设备占据较大的优势，多为平板探测器。但基层医疗机构资金不充裕，适合选用 CCD-DR。未来，新医改政策将大大推动放射影像设备的更新升级，将配置 DR 的县医院资金有限、拍片患者不多，适合选用性价比较好的 CCD-DR 数字 X 线机。

表 4：DR 技术对比

	平板 DR	CCD-DR
探测器原理	平板探测器直接接受穿过人体的 X 射线，并将其转换成数字信号	X 射线经过闪烁屏转化为可见光，再经透镜棱镜 CCD 系统转化为数字信号传输和处理
优点	图像好、体积小、X 线剂量低、成像时间短	性价比高，CCD 芯片只感测可见光，其使用寿命长，不易损坏，维护费用低
缺点	平板直接受 X 射线照射，由于刻蚀效应造成累计损坏，寿命短（通常 2-3 年需更换平板），维护费用高	图像存在失真、体积大、X 线剂量较高；成像时间较长
价格	较贵，100-300 万	较便宜，50-100 万
生产厂家	西门子、飞利浦、GE、万东医疗、迈瑞等	加拿大 IDC、Swiss Ray、万东医疗、深圳蓝韵、鱼跃医疗等

资料来源：渤海研究

目前公司的 DR 产品采用加拿大 IDC 的 CCD-DR 平板探测器与自主生产的 X 光系统组成，其中，自主开发的“高清晰数字式 X 线机关键技术开发及产业化”项目获得江苏省重大科技成果转化资金，这也是省内器械企业首次获得这一资金。明年，公司打算把 DR 作为另一个重点发展的产品。我们认为，CCD-DR 尽管有其种种缺点，但作为新兴发展的技术，未来有望逐步地改进。而价格便宜这点在中国非常关键，CCD-DR 有望受到基层医疗机构的青睐。

鱼跃刚刚进入 X 线机这一领域，产品虽然还无法和跨国公司高端产品相比，但产品性价比高，且非常符合基层医疗机构的要求，招标优势明显，优秀的成本控制能力是公司敢于竞标保证。另外，公司多年来积累的医疗器械领域的营销理念、人才、网络将帮助公司获取市场地位。我们认为鱼跃医疗的 X 线机业务在三年内将得到快速增长。预计 09 年可为公司贡献 5000 万元左右收入，2010 年有 7000-9000 万元收入。

5.6. 其他新产品

另外公司未来还有包括血氧机、全科诊断仪、无汞体温计、空气净化设备等多个新产品，这些产品都是企业选择的市场容量大，增长潜力大的品种。品牌，技术，营销优势使企业在竞争中拥有定价权，毛利率都不低于 50%，最高的产品高达 85%。新产品的上市后，销量和市

场份额将快速增加，并将逐步成长为核心产品，构成企业增长的另一支柱。

6. 盈利预测

公司核心产品市场占有率高，将受益于行业高速增长和政策刺激，将为公司贡献 25% 的增速，新产品市场前景好、毛利率高，借助公司的营销和品牌优势，有望快速放量，这些将为公司贡献 15% 的增速，而公司通过寻找合适的收购目标，拓展中医器械等新业务，可能带来增长的“第三极”，带来 10% 的增速。综合来看，将保证公司未来三年内 40%~50% 的利润增速。

根据我们的模型预测，公司 09-11 三年，收入和利润的复合增长率为 39.1% 和 63.9%。09-11 年 EPS 为 0.72、1.06、1.63，34.83 元的股价对应的动态 PE 分别为 45.0X、30.4X、19.8X。我们认为未来 6 个月目标价 42.5 元，对应 10 年和 11 年的动态 PE 为 40X、26X，给予买入评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、强烈推荐：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、推 荐：未来 12 个月内股价超越大盘 5%~15%之间；
- 3、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-5%~5%之间；
- 4、回 避：未来 12 个月内股价落后大盘 5%~15%之间；
- 5、强烈回避：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 看好：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 看淡：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	
有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778	商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
机场/航空/铁路行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	航运/港口/公路行业研究 马哲峰 +86 10 5836 2779	银行行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	非银行金融行业研究 江艳 +86 10 5836 2783
化工行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	煤炭行业研究 张顺 +86 10 5836 2782	钢铁行业研究 刘勇 +86 10 5836 2789	机械行业研究 李强 +86 10 5836 2766
房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	电子信息行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2790	汽车行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2787	中药/制剂/药商业行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	原料药/生物药/医疗器械行业研究 吴洋 +86 10 5836 2785	
金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	可转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1977	债券研究 徐华 +86 22 2845 1137
宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	宏观产业研究 张雷 +86 22 2845 1705
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn