

医疗器械III



王晞 项军

鱼跃医疗（002223）

证书号 S0190200010075

迎来加速增长的美好时光

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

推荐

（维持）

2010年6月27日

投资要点

- 我们近期调研了鱼跃医疗，与管理层就行业竞争格局和公司未来发展战略作了深入交流。公司是国内家用健康护理产品的龙头企业，并且开始初步介入中高端的医院医疗器械领域。公司渠道建设能力很强，产品种类丰富，目前处于高速增长阶段，我们维持“推荐”评级。

调研要点：

- **上半年业绩大幅超预期。**根据公司的一季报，实现营业收入 20,631 万元，同比增长 67.31%；归属上市公司股东的净利润 3,745 万元，同比增长 78.85%，大超市场预期。
- **各类产品均高速增长。**今年以来，随着人们可支配收入的提高以及保健意识的加强，家用医疗健康护理用品市场，尤其是二三线城市的中低端市场迎来爆发式增长，公司的各类核心产品均高速增长，处于供不应求的状况：小型制氧机今年销量有望达到 12 万台，同比增长 100%；全年电子血压计销售收入预计在 5000-6000 万之间，同比增长 150-200%；连往年保持 20%稳定增长的老产品汞柱式血压计和听诊器的增长幅度都在 40-50%，不出意外的话，全年高速增长已成定局。
- **毛利率将稳中有升。**2009 年公司的毛利率从 2008 年的 29%大幅提升到 38%，主要原因是原材料价格下降、高毛利率的产品比重增加等。今年公司将进一步加大产品结构调整的力度，积极推广高毛利率的新产品，毛利率有望在 2009 年的基础上继续小幅提升。
- **非公开增发解决产能瓶颈。**目前公司各类产品的生产线均处于满负荷状态，产品供不应求，为了解决产能瓶颈，公司已与 24 日发布公告，非公开发行 838 万股，每股价格 32.00 元，净募集资金 25,090 万元，主要用于医用制氧机、轮椅车、压缩机以及研发中心技改项目等。预计明年下半年能全部完成产能扩建，届时公司将进一步满足快速增长的市场需求。本次增发的数量占发行后总股本的比例仅为 3.17%，对业绩摊薄的影响不明显。
- **以营销为导向的鱼跃模式。**鱼跃属于营销驱动型企业，往往营销渠道的建设先于产品的开发，这与中低端家用健康护理产品的特点有关，由于其技术壁垒不高，研发周期较短，一般 2-3 个月即推出一款新品，在渠道通畅的前提下，产品一旦上市马上就能在全国范围内迅速铺开。目前公司已拥有覆盖全国的上万个经销网点，与 400 多家经销商建立了良好的合作关系，在同类企业中营销优势十分突出。
- **研发能力日益加强。**公司在南京建有研发中心，人数在 100 人以上，大部分都具有本科及以上学历；公司近几年对研发的投入力度也逐渐加大，2009 年研发费用达到 2,302 万元，占营业收入的比例为 4.3%，研发费用在 2008 年的基础上同比增加 100%。研发能力的加强，使得公司产品线日益丰富，能够不断推出毛利率的新产品。

- **外延并购惊喜不断。**自 2008 年上市以来，公司在外延并购上大手笔频出：2008 年 11 月，960 万元并购盐城市蒂菱体温计有限公司；2009 年 3 月，以 3,100 万元收购苏州医疗用品厂；2010 年 3 月，出资 448 万元成立江苏鱼跃泰格电子有限公司等。后续还有一些收购项目在洽谈中，不过由于创业板的推出，一些小公司自主上市的愿望强烈，并购难度比之前有所加大。外延并购是公司除自主研发之外充实产品线的另一大途径，公司之前数个成功的并购案例显示了管理层不错的战略眼光和出色的资本运作能力。
- **电子血压计值得期待。**在公司近期推出的新产品中，电子血压计的前景非常值得期待。在这个领域，公司主要的竞争对手是欧姆龙和九安医疗，其中欧姆龙占据了国内 70% 的市场份额。鱼跃在电子血压计上的竞争优势是：和欧姆龙相比，具备价格优势，性价比更高；和九安相比，国内渠道更为完善，营销优势比较明显。2009 年电子血压计的销售额为 2000 万左右，今年超过 5000 万问题不大，两到三年内电子血压计的销售收入有望突破 1 亿元。
- **未来增长的两大看点。**我们认为，家用健康管理产品市场近三年依然会保持稳定快速的增长，鱼跃作为该细分行业的龙头，快速成长确定性较强。同时，公司还进入了医院用医疗器械领域，主要产品有 DR（高频数字医用诊断 X 射线机）、医用缝合线和大型制氧机等，预计在度过 2-3 年的培育期之后，医院市场将会成为公司新的增长点。此外，公司将来还打算进入美国等海外市场，不过目前产品在国内市场处于供不应求的状态，以后只有在产能富余的情况下，才有可能考虑出口。
- **盈利预测。**我们预估公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.67、0.92 和 1.22 元，目前估值较高，但鉴于公司处于加速增长的美好时光，未来几年的高成长确定性较强，我们维持“推荐”评级。
- **风险提示。**医药板块整体补跌的系统性风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	339	528	697	906
货币资金	142	225	299	417
交易性金融资产	2	0	0	0
应收账款	82	130	173	215
其他应收款	5	8	11	13
存货	89	137	178	217
非流动资产	300	446	550	618
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	5	3	4	3
投资性房地产	6	6	6	6
固定资产	205	315	401	448
在建工程	9	25	27	24
油气资产	0	0	0	0
无形资产	53	72	91	110
资产总计	638	974	1247	1525
流动负债	125	290	314	266
短期借款	28	108	118	28
应付票据	0	0	0	0
应付账款	69	106	139	169
其他	28	76	57	69
非流动负债	30	50	70	90
长期借款	20	40	60	80
其他	10	10	10	10
负债合计	156	340	384	356
股本	155	247	247	247
资本公积	195	103	103	103
未分配利润	107	239	443	715
少数股东权益	7	8	9	11
股东权益合计	483	634	863	1168
负债及权益合计	638	974	1247	1525

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	101	164	227	303
折旧和摊销	14	16	24	29
资产减值准备	12	9	8	8
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	1	4	8	6
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	2
营运资金的变动	31	32	89	57
经营活动产生现金流量	97	150	189	290
投资活动产生现金流量	-120	-147	-138	-96
融资活动产生现金流量	17	80	23	-76
现金净变动	-6	83	74	118
现金的期初余额	155	142	225	299
现金的期末余额	149	225	299	417

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	538	851	1128	1401
营业成本	333	512	666	812
营业税金及附加	4	6	8	10
销售费用	34	55	79	91
管理费用	52	81	102	126
财务费用	1	4	8	6
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动	1	1	1	1
投资收益	1	0	0	0
营业利润	114	191	264	354
营业外收入	5	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	118	195	268	358
所得税	17	29	40	54
净利润	101	165	228	304
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	101	164	227	303
EPS (元)	0.41	0.67	0.92	1.22

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	34.0%	58.2%	32.6%	24.2%
营业利润增长率	51.9%	67.4%	38.5%	34.1%
净利润增长率	62.6%	63.6%	37.7%	33.6%
盈利能力(%)				
毛利率	38.2%	39.9%	41.0%	42.1%
净利率	18.7%	19.3%	20.1%	21.6%
ROE	21.1%	26.3%	26.5%	26.1%

偿债能力(%)

资产负债率	24.4%	34.9%	30.8%	23.4%
流动比率	2.70	1.82	2.22	3.41
速动比率	1.99	1.35	1.65	2.59

营运能力(次)

资产周转率	0.99	1.06	1.02	1.01
应收帐款周转率	7.27	6.75	6.28	6.10

每股资料(元)

每股收益	0.41	0.67	0.92	1.22
每股经营现金	0.39	0.61	0.76	1.17
每股净资产	1.92	2.53	3.45	4.68

估值比率(倍)

PE	90.58	55.36	40.20	30.10
PB	19.15	14.55	10.67	7.87

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。