

鱼跃医疗：业绩高速增长，符合预期

三季度报告点评

报告关键点：

- 业绩高速增长**61%**，符合预期
- 购并、OEM、自主研发，三轮驱动快速发展
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价**46元**

报告摘要：

- 业绩高速增长**61%**，符合预期。2010年1-9月，公司实现营业收入6.55亿元，同比增长59.93%；实现净利润1.16亿元，同比增长60.92%，每股收益0.46元。前三季度单季收入分别为2.06亿元、2.28亿元、2.21亿元，净利润分别为3,745万元、4,321万元、3,551万元。三季度盈利略低主要是管理费用环比较高和营业外收入减少所致。同比情况看，1-9月公司毛利率为37.88%，同比略降低0.15个百分点；销售费用率和管理费用率分别为5.52%、12.07%，分别同比减少0.44个百分点、增加2.85个百分点。管理费用率上升的主要原因为公司加大了研发力度，不断引进技术人员，研发费用增加所致。收入快速增长的同时，加大研发投入及人员扩招，显示出公司未来持续增长的潜力，同时也是公司收入及利润增速接近的主要原因。
- 购并、OEM、自主研发，三轮驱动快速发展。公司以往凭借多层次、广覆盖的“渠道精耕战略”，强大的OTC营销实力，持续研发投入支撑下的同一通路上的多产品延伸策略，对经销商的管控能力，有效保证了销售收入的快速增长。今后，公司将逐步形成南京和苏州两大研发中心，分别致力于机电一体化和高分子材料研发。另外除了自主研发外，公司也会考虑通过并购和OEM的形式，快速获得更好的技术和产品资源，公司作为销售通路强大的品牌商，将实现更快的大跨度、多品类的终端覆盖。
- 人才战略和体制完善是支撑企业发展的软条件。公司处于高速发展期，近年来人才引进、管理团队不断充实，内部管理、体制完善尤为重视。年底前OTC销售人员将从230人增至300人，样本店直控终端从500个将增至1,000个；临床销售人员将从70人扩增至100人。支付给职工以及为职工支付的现金/销售商品、提供劳务收到的现金为12.48%，同比提高了0.76个百分点，主要原因为临床销售队伍还处于医院网络建设和培育阶段，目前OTC业务仍是公司的主要盈利来源。我们认为：快速发展的行业、战略定位明晰的企业、不断与时俱进的团队和不断完善的体制，将保证公司未来长期可持续快速发展。
- 维持“增持-A”的首次评级，12个月目标价**46元**。我们维持对公司2010、2011年的业绩预测分别为每股收益0.67元、1.02元，CAGR(2009-2012)约为50%。我们按照2011年业绩给予45倍PE，则公司12个月目标价为46元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	401.4	537.9	882.2	1,333.9	1,799.3
Growth(%)	38.7%	34.0%	64.0%	51.2%	34.9%
净利润	61.8	100.5	171.1	260.1	346.7
Growth(%)	63.3%	62.6%	70.2%	52.0%	33.3%
毛利率(%)	29.4%	38.2%	39.7%	39.8%	39.6%
净利率(%)	15.4%	18.7%	19.4%	19.5%	19.3%
每股收益(元)	0.66	0.65	0.67	1.02	1.36
每股净资产(元)	1.59	1.89	3.25	3.82	4.56
市盈率	63.2	64.1	62.3	41.0	30.7
市净率	26.3	22.1	12.8	10.9	9.2
净资产收益率(%)	15.3%	21.0%	20.9%	27.0%	30.2%
ROIC(%)	36.8%	41.4%	46.1%	42.5%	37.1%
EV/EBITDA	49.8	50.2	49.4	32.4	24.1
股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：**46.00 元**

期限： 12 个月 上次预测： 46.00 元

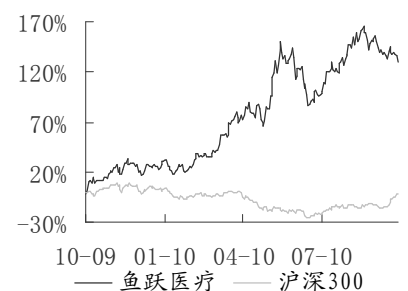
现价： 41.71 元

报告日期：**2010-10-20**

市场数据

总市值(百万元)	10,660.24
流通市值(百万元)	2,602.70
总股本(百万股)	255.58
流通股本(百万股)	62.40
12 个月最高/最低	26.76/64.78 元
十大流通股(%)	35.72%
股东户数	11,840

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(21.17)	(11.18)	131.18
绝对收益	(5.16)	9.42	129.07

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

前期研究成果

鱼跃医疗：战略明晰，三轮驱动快速发展

2010-08-17

鱼跃医疗：海阔凭鱼跃

2008-04-18

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-20

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	401.4	537.9	882.2	1,333.9	1,799.3	成长性					
减: 营业成本	283.5	332.7	531.6	802.7	1,085.9	营业收入增长率	38.7%	34.0%	64.0%	51.2%	34.9%
营业税费	2.3	4.1	6.9	10.8	14.8	营业利润增长率	48.5%	51.9%	72.9%	53.1%	34.5%
销售费用	17.3	34.1	50.7	75.4	101.3	净利润增长率	63.3%	62.6%	70.2%	52.0%	33.3%
管理费用	22.7	51.6	97.7	139.8	186.2	EBITDA 增长率	34.8%	52.2%	67.4%	55.2%	35.0%
财务费用	0.2	0.6	-0.2	1.3	3.8	EBIT 增长率	34.5%	52.3%	69.8%	55.6%	35.1%
资产减值损失	0.4	3.3	3.0	3.0	3.0	NOPLAT 增长率	41.7%	63.5%	70.5%	52.8%	34.0%
加: 公允价值变动收益	0.1	1.1	1.3	-0.5	-	投资资本增长率	45.5%	52.8%	65.7%	53.7%	21.8%
投资和汇兑收益	0.0	1.2	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	196.1%	18.9%	72.0%	17.6%	19.3%
营业利润	75.0	113.9	194.7	301.4	405.3	利润率					
加: 营业外净收支	-1.3	4.2	8.0	6.5	5.0	毛利率	29.4%	38.2%	39.7%	39.8%	39.6%
利润总额	73.7	118.1	202.7	307.9	410.3	营业利润率	18.7%	21.2%	22.1%	22.6%	22.5%
减: 所得税	11.7	17.0	29.1	44.1	58.6	净利润率	15.4%	18.7%	19.4%	19.5%	19.3%
净利润	61.8	100.5	171.1	260.1	346.7	EBITDA/营业收入	20.7%	23.5%	24.0%	24.6%	24.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	18.7%	21.3%	22.0%	22.7%	22.7%
货币资金	154.9	142.5	337.4	232.7	265.5	运营效率					
交易性金融资产	0.3	2.2	3.5	3.0	3.0	固定资产周转天数	85	105	92	81	82
应收帐款	50.5	87.6	146.6	231.5	320.9	流动营业资本周转天数	56	56	68	81	85
应收票据	2.9	12.4	29.0	54.8	88.7	流动资产周转天数	189	204	204	189	172
预付帐款	7.2	4.8	2.1	-1.9	-7.3	应收帐款周转天数	40	43	46	51	55
存货	54.8	89.0	143.1	220.4	306.9	存货周转天数	47	48	48	50	54
其他流动资产	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	323	364	352	335	313
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	186	208	204	213	212
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.4	5.1	5.3	5.8	6.8	ROE	15.3%	21.0%	20.9%	27.0%	30.2%
投资性房地产	2.3	6.0	7.0	8.0	9.0	ROA	13.8%	15.8%	16.0%	18.9%	20.3%
固定资产	108.7	204.8	243.7	356.6	459.0	ROIC	36.8%	41.4%	46.1%	42.5%	37.1%
在建工程	31.9	9.2	84.7	200.2	196.9	费用率					
无形资产	32.5	52.6	53.7	54.8	55.8	销售费用率	4.3%	6.3%	5.8%	5.7%	5.6%
其他非流动资产	2.9	21.9	29.0	30.6	30.9	管理费用率	5.7%	9.6%	11.1%	10.5%	10.4%
资产总额	449.5	638.3	1,085.4	1,396.7	1,736.2	财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
短期债务	-	28.2	30.0	48.1	30.0	三费/营业收入	10.0%	16.0%	16.8%	16.2%	16.2%
应付帐款	41.3	77.2	132.5	213.3	306.4	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	9.7%	24.4%	23.5%	30.1%	32.9%
其他流动负债	2.5	20.2	29.2	42.7	60.8	负债权益比	10.8%	32.3%	30.8%	43.1%	49.1%
长期借款	-	20.0	45.0	75.0	110.0	流动比率	6.19	2.70	3.56	2.48	2.50
其他非流动负债	-	10.3	24.6	47.2	70.5	速动比率	4.93	1.99	2.78	1.73	1.70
负债总额	43.8	155.8	255.6	420.4	571.7	利息保障倍数	324.35	188.13	-995.84	236.92	108.60
少数股东权益	-0.2	7.0	9.2	12.6	17.2	分红指标					
股本	103.0	154.5	255.6	255.6	255.6	DPS(元)	0.08	0.16	0.27	0.41	0.57
留存收益	302.9	321.0	565.0	708.0	891.8	分红比率	33.3%	41.0%	40.0%	40.0%	42.0%
股东权益	405.7	482.5	829.8	976.2	1,164.5	股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	62.0	101.1	171.1	260.1	346.7	EPS(元)	0.66	0.65	0.67	1.02	1.36
加: 折旧和摊销	9.8	14.4	17.2	25.8	34.3	BVPS(元)	1.59	1.89	3.25	3.82	4.56
资产减值准备	0.4	3.2	3.0	3.0	3.0	PE(X)	63.2	64.1	62.3	41.0	30.7
公允价值变动损失	-0.1	-1.1	1.3	-0.5	-	PB(X)	26.3	22.1	12.8	10.9	9.2
财务费用	5.5	2.9	1.7	-0.2	1.3	P/FCF	-112.1	569.9	-217.4	-406.8	68.8
投资收益	-0.0	-1.2	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	26.6	19.8	12.1	8.0	5.9
少数股东损益	0.2	0.6	2.5	3.8	5.1	EV/EBITDA	49.8	50.2	49.4	32.4	24.1
营运资金的变动	-13.0	-14.0	-57.8	-73.1	-75.1	PEG(%)	62.0%	51.5%	37.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	60.6	96.5	136.1	219.3	316.7	CAGR(%)	1.0	1.2	1.6	-0.4	-0.3
投资活动产生现金流量	-72.5	-96.3	-139.5	-254.8	-134.8	ROIC/WACC	3.7	4.2	4.6	4.3	3.7
融资活动产生现金流量	123.8	-12.5	209.5	-57.2	-132.5	REP	4.6	4.1	3.6	2.6	2.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》最佳分析师。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

李昕

010-59113565

潘冬亮

010-59113590

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

潘艳

021-68766516

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

panyan@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034