



上市公司调研简报

证券研究报告
医药与健康护理—医疗器械

增持 首次

鱼跃医疗（002223）

2011 年 01 月 06 日

销售能力是硬道理

1 月 5 日收盘价 48.54 元，目标价 55 元

医药行业分析师：江维娜
SAC 执业证书编号：S0850210040012
jiangwn@htsec.com
021-23219610
联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人：刘杰
liuj5068@htsec.com
021-23219269

大方向上尊重人才，给予足够发展空间。公司实现扁平化管理，管理思路主要是尊重人才，未来可能会设立更多控股子公司，母公司将人才输出到子公司，这样可以让业务人员有发展空间，维护主要业务人员的激情。

销售能力是硬道理。公司的策略是先要建立渠道，这样风险较低，因为医疗器械能生产的工厂很多，销售能力强的很少。OEM，少量参股，控股，100%控股是公司可能采用的四种整合思路，但重点是销售要自己做。我们预计公司外销 2010 年有 80%左右的增长，2-3 年后公司会进入全球化，每年增长可能达到 5-10 亿元。

OTC 与医院市场并重，精细化管理，目标是销售更多产品。公司是首个把医疗器械划分成 OTC 和医院市场的企业，这样可以分隔培养人才，市场针对性强。公司未来可能会进一步推进精细化管理，市场划分更精细，人员培训速度也将更快。公司的目标是在中国这个巨大的市场中销售更多的产品。

OTC 产品前赴后继，迎合市场需求推新。从以往来看每年公司都有 OTC 新产品推出，但是单个品种不一定会对公司的业绩产生较大的影响，并且公司对于新产品并不是很快投放市场，需要有一个试水期，关键要看市场接受度。去年收购的两个公司效益较好，主要产品是医用缝合线和中医器械。**电子血压计**作为一个典型 OTC 产品，全国给经销商是统一价，终端价公司有规定，实现指导，由于公司产品多，可以给经销商打包，最后终端折扣价由经销商和药店去谈判。我们认为公司并不希望终端零售价太高，希望保证经销商利益的同时保证销售。**血糖仪**还没有拿到批文，该产品可以在电子血压计柜台一同销售，目前强生的血糖仪 OTC 渠道和医院渠道没有分开管理，公司为了精细化管理未来可能会将 OTC 和医院市场分开维护。

医院市场未来逐步放量。X 光机产品（特别是数字式），明年销售有望放量，目前设点主要放在南京，现在有营销人员 70 多人，这个队伍从去年 4 月份开始建立，经过半年培训，已经投放市场。明年队伍将扩展为 100 多人，一个人管两个代理商。**DR 的价格现在较高**，我们预计未来这个系列里还会推出新的产品来迎合市场需求。**中心供氧产品**2010 年约有几百万元的订单，该产品起步较难。**全科诊断仪**销售收入超预期，产品按照五合一、六合一等的配置不同，价格相差较多。目前国内竞争对手不多，未来随着国家政策的推进，联合全科医生的培训，门诊部、社区医院的铺开，用户教育的逐步深入，产品销售会放量。在美国销售额最高的公司该类产品一年有 6 亿美元销售额。

出口解禁，未来要做到轮椅世界第一。去年 10 月 15 日，APM 公司（鱼跃医疗曾将轮椅业务出售给该公司）关于禁止轮椅等相关产品外销的约定已经解禁，可以恢复对美国很多产品的出口，公司对主要产品已经做了 FDA 的检测，我们预计 2 月份到 3 月份可能有批量较大的出口。轮椅一直以来都有产能上的瓶颈，公司去年的募投项目已经对轮椅车进行了扩能，我们预计未来产能可能要扩张到 70 万量以上。在产能瓶颈的前提下生产的次序将是先满足国内再满足国外，先做高端轮椅再做低端的。美国是轮椅第一大市场，中国第二，公司的产品从技术和竞争能力上都是最好的，公司的目标是国内市场占率第一，美国市占率第一或第二，完成这个目标后力争市占率世界第一。因为轮椅是个平台，做了轮椅可以做一系列的康复附带产品。

产品成本控制佳，战略性定价维护产品市场占有率。虽然原材料涨价，公司压力并不大，原因在于公司产品调价是单方面宣布的，所有产品都有调价空间。在公司有定价权且成本相对较低的情况下，差价过大会培养竞争对手，从而降低公司的市占率，因此公司对于产品的定价比较谨慎。

物流调整细化，运输质量逐渐与公司产品质量与公司品牌相匹配。公司在长期开展业务中发现再大的物流商都会有业务上的盲点，因此公司现在把每条线拿出来分别招标，给每条线较强且性价比较高的公司。允许物流公司涨价的同时，要求一定要门对门服务，货到付款，资金回流快，增加了经销商的美誉度，运输质量逐渐和公司品牌相匹配。

盈利预测及投资评级。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.66 元、0.97 元和 1.38 元，公司销售能力较强，新产品推广的成功性较大，我们认为随着公司新产品的不断推出，业绩可以保持较快增速，因此我们给予“增持”评级，目标价 55 元。

不确定因素。医院渠道推广的不确定性。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江维娜：医药行业分析师

重点研究上市公司：康美药业、康芝药业、乐普医疗、天士力、东阿阿胶、丽珠集团、达安基因、千金药业、恒瑞医药等。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。