

强烈推荐-A (维持)

鱼跃医疗 002223.SZ

目标估值: NA 元
当前股价: 41.43 元
2011 年 4 月 12 日

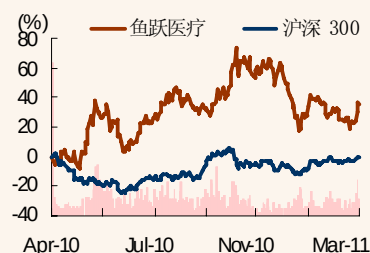
年报基本符合预期, 持续高成长

基础数据

上证综指	3023
总股本(万股)	25558
已上市流通股(万股)	6240
总市值(亿元)	106
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	17.4
资产负债率	17.3%
主要股东	江苏鱼跃科技发展
主要股东持股比例	43.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	-1	41
相对表现	-1	-7	43



相关报告

- 1、鱼跃医疗(002223)一季报符合预期, 战略性筹码 2010/10/22
- 2、鱼跃医疗(002223)一成长中的 Tenbagger 2010/5/19

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

公司今日公布年报: 收入、净利润同比分别增长 64.3%和 60%, 实现 EPS 0.63 元基本符合预期, 近 3 年净利润符合增长达 62%。血压计收入约 2.1 亿元, 同比近翻番, 电子血压计增速超过 250%。预计 2011 年净利润同比增长 56%, 实现 EPS 0.98 元, 新产品储备丰富, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **2010 年仍保持高速增长:** 分别实现收入、净利润 8.8 亿元、1.6 亿元, 同比分别增长 64.3%和 60%, EPS 0.63 元基本符合预期, 每股经营净现金 0.26 元。近 3 年收入、净利润符合增速分别为 45.1%和 62%, 保持高速增长。由于铝板、水银、铜管、铜棒等原材料价格上涨较快, 毛利率同比下降 2.9 个百分点, 营业费率、管理费率同比下降 0.3 个、1 个百分点, 财务费率略升 0.2 个百分点, 净利率 18.3%, 同比下降 0.6 个百分点。拟每 10 股派 1 元(含税)转增 6 股。
- **分产品来看:** 康复护理、供氧和临床器械系列分别实现收入 4.9 亿元、2.5 亿元、1.3 亿元, 同比分别增长 46.8%、90.6%和 102%, 收入占比分别为 56%、19%和 15%, 毛利占比分别为 49%、32%和 19%。高毛利品种制氧机实现收入约 2.1 亿元, 同比近翻番; 电子血压计约 4500 万元, 增速超 250%; 老产品轮椅和血压计实现收入均超 8000 万元, 同比增长约 60%、30%。
- **出口增速较快, 符合我们判断:** 国内、出口收入分别为 7.8 亿元、9849 万元, 同比分别增长 99.1%和 61%, 收入占比分别为 88.8%和 11.2%。
- **业绩预测:** 预计 2011~2013 年收入同比增长 50%、50%、47%, 净利润同比分别增长 56%、53%、50%, 实现 EPS 0.98 元、1.51 元和 2.26 元。2011 年的主要增长来自: 1、制氧机收入达 3 亿元, 电子血压计有望过亿; 2、新产品血糖仪上市销售; 3、出口保持快速增长; 4、医院线特别是耗材有望取得突破。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 公司在营销和成本控制方面具有优势, 储备产品丰富, 血糖仪有望下半年上市。目前家庭医疗器械市场目前正处于快速增长期, 公司良好的终端维护保证了公司产品的高速增长。“丹阳+苏州”双基地, 在苏州选择投产新产品, 产品成熟后到丹阳基地放大, 公司产业链完善, 成本控制能力强。当前股价对应 2011 年预测 PE 42 倍, 预计未来 3 年复合增速超过 50%, 市值超 200 亿, 维持“强烈推荐-A”评级。主要风险是新产品开发低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	538	884	1326	1989	2923
同比增长	34%	64%	50%	50%	47%
营业利润(百万元)	114	171	277	428	645
同比增长	52%	50%	62%	54%	51%
净利润(百万元)	101	161	251	385	578
同比增长	63%	60%	56%	53%	50%
每股收益(元)	0.39	0.63	0.98	1.51	2.26
PE	105.3	65.8	42.2	27.5	18.3
PB	22.3	12.1	10.1	8.0	6.2

资料来源: 招商证券

表 1: 鱼跃医疗2010年母公司、合并报表经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010A	增长(率)	2010A	增长(率)
营业收入	884	64.3%	792	52.4%
毛利率	35.2%	-2.9%	34.7%	-2.5%
营业费用率	6.1%	-0.3%	5.9%	-0.2%
管理费用率	8.6%	-1.0%	11.1%	2.6%
财务费用率	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
期间费用率	15.0%	-1.0%	17.3%	2.6%
营业利润	171	50.2%	131	16.7%
营业利率	19.4%	-1.8%	16.6%	-5.1%
利润总额	181	52.9%	138	18.0%
利润率	20.4%	-1.5%	17.4%	-5.1%
实际所得税率	10.7%	-3.7%	12.7%	-1.4%
净利润	161	60.0%	120	19.9%
净利率	18.3%	-0.6%	15.2%	-4.1%
应收账款周转天数	47.0	3.3	45.5	3.7
存货周转天数	89.8	10.9	83.7	11.6
每股经营现金流(元)	0.26	-32.0%	0.31	-26.7%

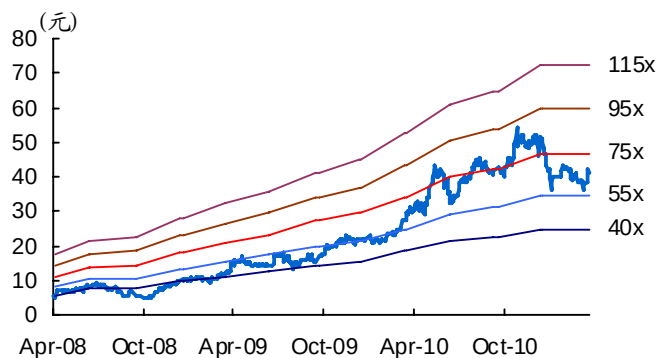
资料来源: 公司报告、招商证券研究

表 2: 鱼跃医疗单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	08A	09A	10A
一、营业总收入	64	71	78	77	87	112	107	96	123	147	139	128	206	228	221	229	401	538	884
二、营业总成本	54	58	60	67	72	88	87	80	99	118	107	102	165	182	186	180	326	426	714
其中:营业成本	45	49	52	57	61	77	78	68	81	87	86	79	129	139	140	165	283	333	572
营业税金及附加	1	0	0	1	1	1	0	1	1	1	1	1	2	2	1	0	2	4	5
销售费用	2	3	2	3	4	3	5	6	5	12	8	10	8	14	14	18	17	34	54
管理费用	4	5	4	5	4	6	4	8	9	18	11	14	22	26	31	-3	23	52	76
财务费用	1	1	1	1	1	1	0	-2	0	-1	1	1	1	1	1	1	0	1	3
资产减值损失	1	0	0	0	1	0	0	-1	2	2	1	-1	4	2	0	-1	0	3	4
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	-1	-1	1	0	0	1	-1
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	0	1	2
四、营业利润	10	13	18	10	15	23	19	17	25	29	33	27	40	46	35	49	75	114	171
加: 营业外收入	9	-3	1	0	0	0	0	0	1	0	1	4	3	7	2	2	0	5	13
减: 营业外支出	3	-3	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	0	1	1	2	1	1	4
五、利润总额	16	13	19	10	15	23	19	17	25	29	32	31	43	52	36	49	74	118	181
减: 所得税	5	5	7	2	4	6	5	-3	4	4	5	3	5	9	1	5	12	17	19
六、净利润	11	7	12	8	11	17	4	8	9	18	11	14	22	26	31	-3	62	101	161
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0
七、归属母公司所有者净利润	11	8	12	8	11	17	14	20	21	25	26	28	37	43	36	45	62	101	161
EPS	0.04	0.03	0.05	0.03	0.04	0.06	0.06	0.08	0.08	0.10	0.10	0.11	0.15	0.17	0.14	0.17	0.24	0.39	0.63
收入增长率					37%	58%	37%	24%	42%	32%	30%	33%	67%	55%	59%	78%	39%	34%	64%
毛利率	29.7%	31.0%	33.9%	26.2%	30.5%	30.5%	27.3%	29.3%	34.2%	41.3%	38.0%	38.6%	37.6%	39.2%	36.7%	27.7%	29.4%	38.2%	35.2%
营业利润率	15.2%	18.2%	22.8%	13.2%	17.6%	21.0%	18.2%	17.6%	20.0%	19.9%	23.4%	21.3%	19.5%	20.1%	16.1%	21.6%	18.7%	21.2%	19.4%
净利率	16.6%	10.8%	15.6%	9.8%	12.7%	14.9%	13.5%	20.6%	17.0%	16.9%	18.9%	22.1%	18.2%	18.9%	16.1%	19.6%	15.5%	18.8%	18.3%
营业费率	3.9%	4.9%	2.8%	3.3%	4.2%	2.7%	4.6%	6.0%	4.2%	7.8%	5.5%	7.6%	4.1%	6.0%	6.4%	7.7%	4.3%	6.3%	6.1%
管理费率	6.6%	6.5%	5.6%	6.7%	5.0%	5.5%	4.2%	8.0%	7.6%	12.1%	7.6%	10.8%	10.8%	11.3%	14.0%	-1.3%	5.7%	9.6%	8.6%
实际税率	31%	41%	35%	21%	25%	26%	25%	-16%	16%	15%	17%	10%	12%	17%	1%	9%	16%	14%	11%
净利润增长率					5%	118%	18%	162%	89%	50%	83%	43%	79%	73%	35%	58%	63%	63%	60%

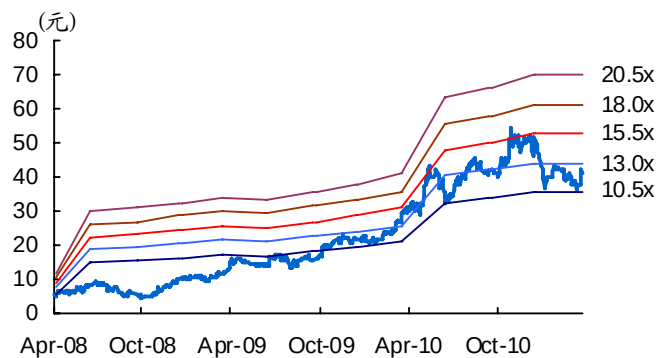
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 1: 鱼跃医疗历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 鱼跃医疗历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	339	708	980	1367	1930
现金	142	333	498	637	851
交易性投资	2	2	2	3	4
应收票据	12	4	27	40	58
应收款项	82	145	209	322	481
其它应收款	5	9	13	20	29
存货	89	193	222	331	485
其他	5	22	10	15	22
非流动资产	300	356	344	329	315
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	205	232	222	212	204
无形资产	53	52	46	42	38
其他	37	67	71	70	69
资产总计	638	1063	1324	1696	2245
流动负债	125	172	249	351	494
短期借款	28	24	30	30	30
应付账款	69	123	171	255	373
预收账款	15	19	34	51	75
其他	14	6	15	15	16
长期负债	30	12	19	19	19
长期借款	20	9	9	9	9
其他	10	3	10	10	10
负债合计	156	184	268	369	512
股本	155	256	256	256	256
资本公积金	195	345	345	345	345
留存收益	126	271	447	716	1121
少数股东权益	7	8	8	9	11
母公司所有者权益	476	872	1048	1317	1722
负债及权益合计	638	1063	1324	1696	2245

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	96	66	243	268	400
净利润			251	385	578
折旧摊销			27	25	24
财务费用			4	5	5
投资收益			(3)	(3)	(3)
营运资金变动			(38)	(145)	(205)
其它			2	1	2
投资活动现金流	(96)	(92)	(15)	(11)	(11)
资本支出			(10)	(10)	(10)
其他投资			(5)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(13)	218	(63)	(117)	(175)
借款变动			6	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(75)	(115)	(173)
其他			6	(2)	(2)
现金净增加额	(12)	191	164	139	214

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	538	884	1326	1989	2923
营业成本	333	572	853	1273	1865
营业税金及附加	4	5	7	10	15
营业费用	34	54	80	119	172
管理费用	52	76	107	155	222
财务费用	1	3	4	5	5
资产减值损失	3	4	2	2	2
公允价值变动收益	1	(1)	1	1	1
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	114	171	277	428	645
营业外收入	5	13	6	6	6
营业外支出	1	4	0	0	0
利润总额	118	181	283	434	651
所得税	17	19	31	48	72
净利润	101	161	252	386	580
少数股东损益	1	0	1	1	2
母公司所有者净利润	101	161	251	385	578
EPS (元)	0.39	0.63	0.98	1.51	2.26

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	34%	64%	50%	50%	47%
营业利润	52%	50%	62%	54%	51%
净利润	63%	60%	56%	53%	50%
获利能力					
毛利率	38.2%	35.2%	35.7%	36.0%	36.2%
净利率	18.7%	18.2%	18.9%	19.4%	19.8%
ROE	21.1%	18.5%	24.0%	29.2%	33.6%
ROIC	18.5%	17.0%	22.8%	28.2%	32.7%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	17.3%	20.3%	21.8%	22.8%
净负债比率	7.5%	3.1%	2.9%	2.3%	1.7%
流动比率	2.7	4.1	3.9	3.9	3.9
速动比率	2.0	3.0	3.0	3.0	2.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3
存货周转率	4.6	4.1	4.1	4.6	4.6
应收帐款周转率	8.4	7.8	7.5	7.5	7.3
应付帐款周转率	6.1	5.9	5.8	6.0	5.9
每股资料(元)					
每股收益	0.39	0.63	0.98	1.51	2.26
每股经营现金	0.38	0.26	0.95	1.05	1.57
每股净资产	1.86	3.41	4.10	5.15	6.74
每股股利	0.03	0.70	0.29	0.45	0.68
估值比率					
PE	105.3	65.8	42.2	27.5	18.3
PB	22.3	12.1	10.1	8.0	6.2
EV/EBITDA	309.3	203.3	127.1	85.4	58.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，CPA，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。