

医疗器械III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

Wangwei5@cjis.cn

12个月目标价: 63元

当前股价: 41.43元

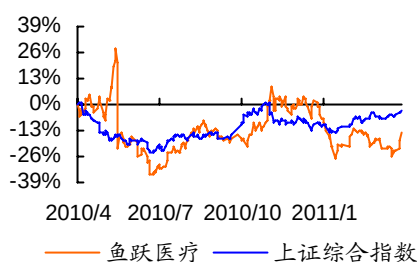
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	3030.02
总股本(百万)	256
流通股本(百万)	62
流通市值(亿)	26
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.89
资产负债率	24.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	3.19	-9.86	1.54
上证综合指数	1.00	6.74	10.64



相关报告

《鱼跃医疗-医院和海外市场提升空间巨大, 高增长将延续》2011-2-20

《鱼跃医疗-初步构建核心竞争力, 高增长有望延续》2010-12-5

鱼跃医疗

002223

强烈推荐

业绩符合预期, 海外和医院市场将快速增长

公司公布2010年年报: 实现归属于上市公司股东净利润1.61亿, 同比增长60%, 合EPS0.64元, 符合预期; 分配方案: 10转6派1元(含税)。

投资要点:

- **营业收入和净利润均60%以上增长。**2010年营业收入为8.84亿, 同比增64.3%; 实现营业利润1.71亿, 同比增50.2%; 归属于上市公司股东净利润为1.61亿, 同比增60%; 收入和净利润都实现高增长, 是因为公司全面进行系统竞争能力的培育: 加大产品研发和市场营销投入, 提升产品质量的可靠性等;
- **原材料上涨导致毛利率下降。**2010年毛利率为35.15%, 比2009年下降2.9%。主要原因: 1、主要材料(铝、铜、水银等)价格随着国际市场价格上涨, 人力成本也有上涨; 2、公司为提高市场占有率, 主要产品销售价格保持稳定;
- **OTC龙头地位稳固。**公司OTC产品门类非常丰富, 近30~40个门类; 丰富的产品和通畅的渠道已经形成了良性循环, OTC领域的竞争优势非常明显, 行业龙头地位稳固;
- **海外市场、医院销售、并购在11年都值得期待。**1) 海外市场10年实现收入9849万(同比增99.12%), 收入占比为11%, 11年也有望实现100%增长。随着轮椅出口限制在2010年底的解除和未来产能扩张, 轮椅将成外销重要品种; 2010年制氧机通过美国FDA510K认证(中国唯一), 制氧机出口放量也值得期待; 2) 10年医院销售额约6000万, 医院销售产品当前主要为X光机、中心制氧、全科诊疗、缝合线等, 公司将会通过并购、贴牌和自主研发等多种方式不断扩充产品, 其中高质耗材是重要方向, 11年医院销售具备100%增长的潜力; 3) 11年公司将继续通过并购、OEM等方式获得新产品, 然后依靠公司很强的产业化能力和营销渠道迅速推向市场;
- **维持强烈推荐评级。**我们预测公司11-13年EPS为0.96、1.41和1.97元, 维持强烈推荐的投资评级, 维持12个月目标价63元。

风险提示: 原材料涨价风险, 公司的快速扩张带来的管理和产能上的风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	884	1279	1779	2408
同比(%)	64%	45%	39%	35%
归属母公司净利润(百万元)	161	245	360	505
同比(%)	60%	52%	47%	40%
毛利率(%)	35.2%	38.2%	38.9%	39.4%
ROE(%)	18.5%	21.9%	25.0%	26.3%
每股收益(元)	0.63	0.96	1.41	1.97
P/E	65.82	43.21	29.43	20.98
P/B	12.14	9.48	7.36	5.53
EV/EBITDA	53	34	23	17

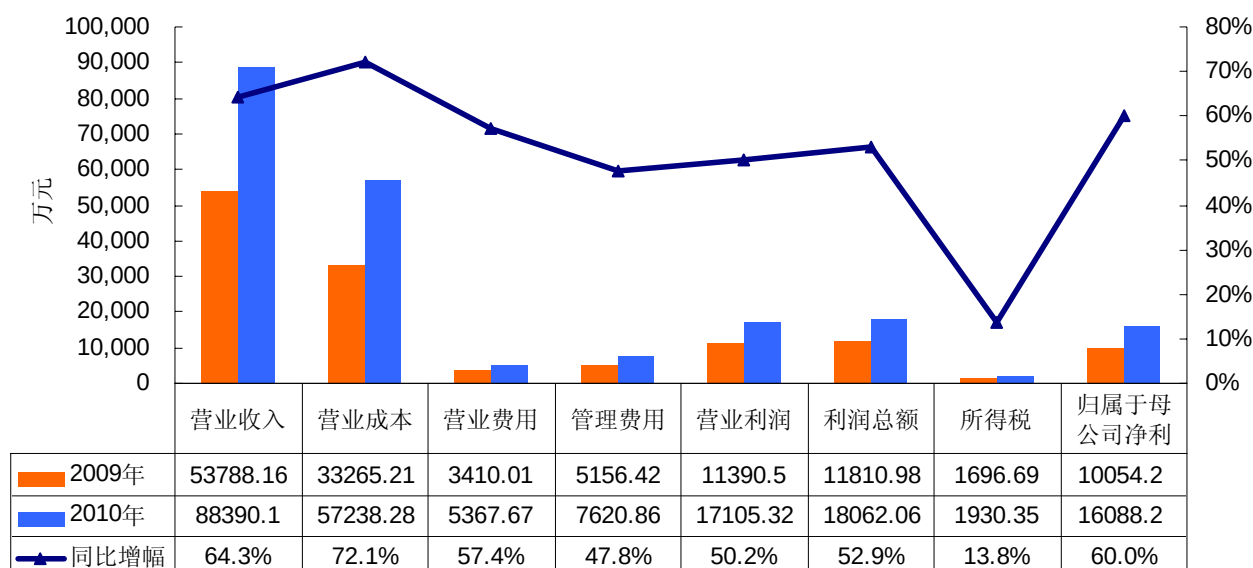
资料来源: 中投证券研究所

一、收入和净利润均实现 60%以上增长

1. 利润表基本数据解读

营业收入同比增 64.3%，营业费用同比增 57.4%，管理费用同比增 47.8%，营业利润同比增 50.2%（低于营业收入增速），主要原因是原材料涨价和人力成本上升导致毛利率降低（营业成本同比增 72.1%，大幅高于收入增速）。

图 1：鱼跃医疗 10 年年报主要盈利性指标变化



来源：鱼跃医疗年报 中投证券研究所

2. 季度盈利数据解读

表 1：鱼跃医疗的季度盈利性数据

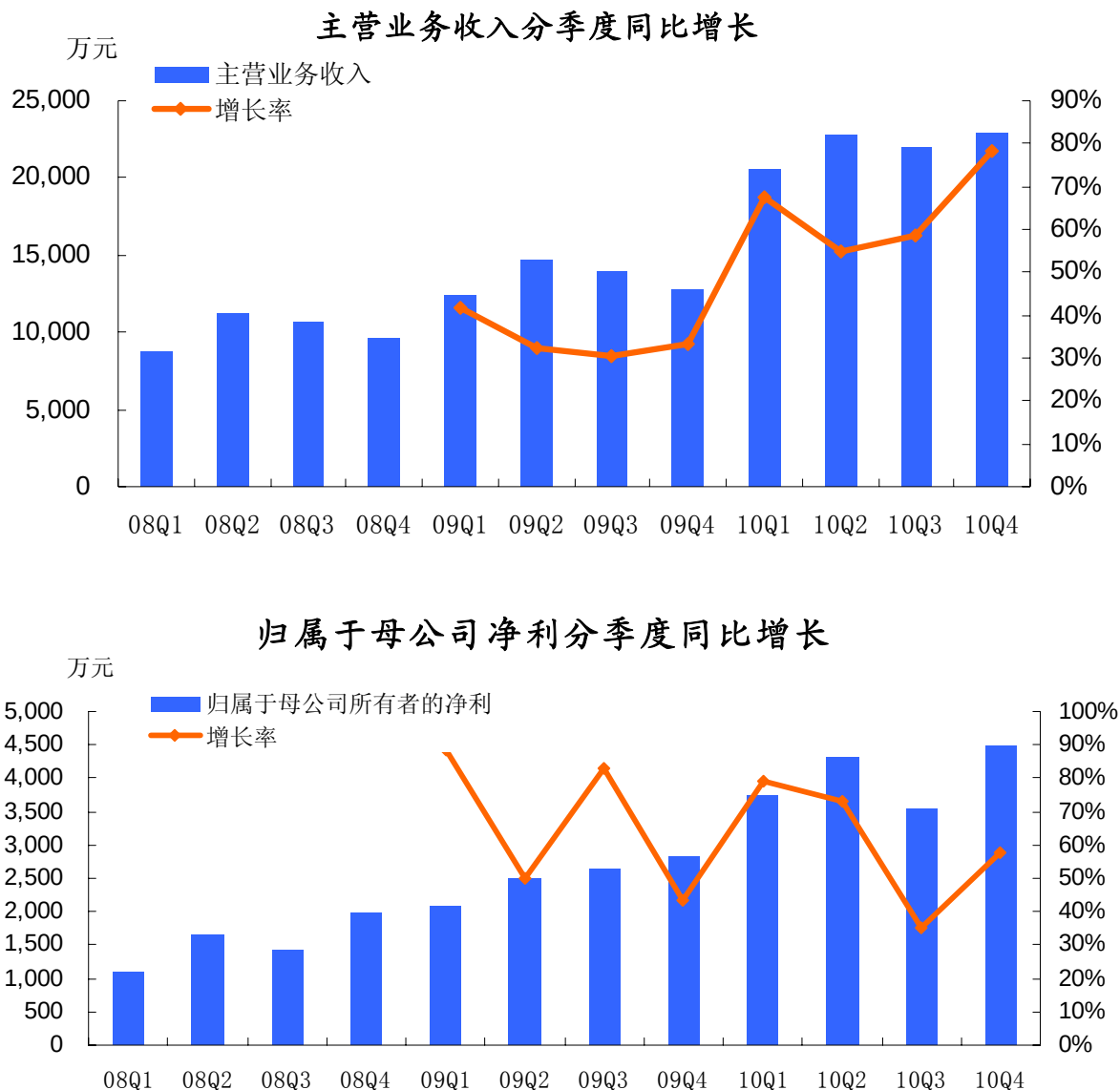
财务指标(万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	12330.8	14743.7	13906.2	12807.5	20631	22841	22066	22852	3.6%	78.4%
营业成本	8113.43	8659.1	8623.36	7869.32	12867	13885	13958	16527	18.4%	110.0%
营业费用	523.41	1155.92	762.58	968.1	843.86	1362	1409	1752	24.4%	81.0%
管理费用	932.62	1789.15	1056.15	1378.51	2223	2587	3099	-288	-109.3%	-120.9%
财务费用	-18.28	-50.95	61.6	68.5	50.26	69.67	69.73	86.95	24.7%	26.9%
营业利润	2470.57	2932.71	3259.29	2727.92	4031.6	4600	3545	4929	39.0%	80.7%
利润总额	2523	2932	3246	3110	4297	5220	3604	4941	37.1%	58.9%
所得税	403	434	549	311	534	880	54	462	755.0%	48.8%
归属于母公司净利润	2094.21	2493.85	2631.23	2834.95	3745.48	4320.8	3551.1	4470.8	25.9%	57.7%
EPS	0.20	0.16	0.17	0.18	0.24	0.17	0.14	0.17	21.4%	-5.6%
毛利率	34.2%	41.3%	38.0%	38.6%	37.6%	39.2%	36.7%	27.7%	-24.7%	-28.2%
营业费用率	4.2%	7.8%	5.5%	7.6%	4.1%	6.0%	6.4%	7.7%	20.1%	1.4%
管理费用率	7.6%	12.1%	7.6%	10.8%	10.8%	11.3%	14.0%	-1.3%	-109.0%	-111.7%
营业利润率	20.0%	19.9%	23.4%	21.3%	19.5%	20.1%	16.1%	21.6%	34.2%	1.3%
实际所得税率	16.0%	14.8%	16.9%	10.0%	12.4%	16.9%	1.5%	9.4%	523.6%	-6.3%

资料来源：鱼跃医疗历年报表、中投证券研究所

10 年 4 季度毛利率为 27.7%，同比和环比都下降（低于 10 年全年毛利率 35.15%），原材料涨价是主要原因；

在 10 年 4 季度毛利率下降的情况下（营业成本同比增 110%），营业利润同比 80.7% 增长，高于收入增速 78.4%，主要是因为 10 年 4 季度的管理费用为负值。

图 2：鱼跃医疗收入和利润分季度情况



资料来源：鱼跃医疗历年报表、中投证券研究所

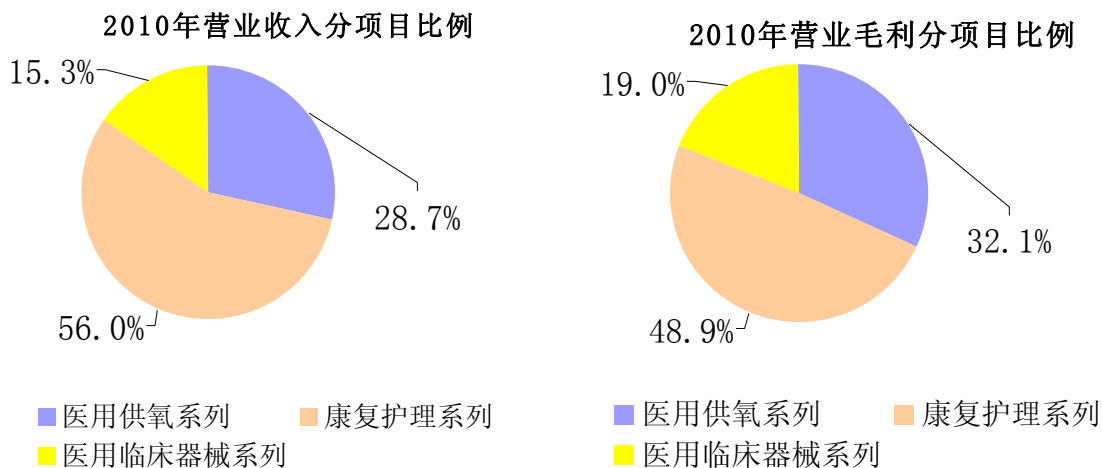
10 年 3 季度的净利润同比只增长 35%（大幅低于收入增长 58.7%），主要是因为 10 年 3 季度的管理费用同比大幅增长所致（3099 万，同比增长 193%）；

10 年 4 季度的净利润同比增速低于收入增速，主要是因为 09 年 4 季度的非经常性损益较多所致（09 年 4 季度营业外收入 389.74 万，营业外支出 7.97 万）。

3.分产品数据解读

康复护理系列贡献公司收入的 56%，毛利的 48.9%，是公司的支柱产品。医用临床器械系列、医用供氧系列、康复护理系列的毛利率分别为 43.78%、39.26%和 30.69%，3 者中康复护理的毛利率略低。

图 3：鱼跃医疗营业收入和营业毛利分项目比例



资料来源：鱼跃医疗历年报表、中投证券研究所

二、OTC 龙头地位稳固，海外和医院市场将快速增长，强烈推荐评级

1. 公司产品丰富，渠道畅通，OTC 行业龙头地位稳固

公司 OTC 产品非常丰富，近 30~40 个门类；丰富的产品和通畅的渠道已形成良性循环，OTC 领域的竞争优势非常明显，行业龙头地位稳固；

OTC 新品不断：电子血压计 10 年实现收入近 5000 万，11 年有望达 1 亿；血糖仪 11 年下半年也将开始销售，未来有望复制电子血压计的成功；睡眠呼吸机处在注册阶段，11 年也有可能推出，其海外市场空间较大。

2. 海外市场和医院销售高增长可期

海外市场：1) 轮椅 10 年收入 8000 多万，随着 2010 年底轮椅出口限制的解除，在产能满足的情况下，轮椅将实现高增长；2) 2010 年，公司制氧机通过美国 FDA510K 认证，是中国唯一制氧机通过 FDA 认证的企业，制氧机的出口值得期待；3) 海外市场 10 年实现收入 9849 万（同比增长 99.12%），11 年依然有望实现 100% 的增长。当前外销占比约 11%，在未来公司产能得到缓解之后，海外市场提升空间巨大，外销比例最终有望提升到 30%~50%；

医院销售：公司 10 年引入高端营销人才建设医院渠道；10 年医院销售额约 6000 万且 11 年具备 100% 增长的潜力；医院销售产品当前主要为 X 光机、中心制氧、全科诊疗、缝合线等，公司将会通过并购、贴牌和自主研发等多种方式

不断扩充产品，预计未来 3~5 年医院销售将成长为公司重要增长点；全科诊疗仪 10 年收入约 1500 万，受益于国家政策有望迎来爆炸式增长（2011 年医药卫生体制五项重点改革工作指出：重点支持 100 个左右全科医生临床培训基地建设；安排 1.5 万名基层医疗卫生机构在岗人员进行全科医生转岗培训，累计培训人员达到 3 万名）；高质耗材将是公司医院销售的重点。

3. 外延式扩张

前几年的高速增长为公司打下了良好的财务与管理基础，且公司有过 3 次成功并购的经验，并购工作将作为公司未来一项重点工作。

我们预测 11-13 年的 EPS 为 0.96、1.41 和 1.97 元，维持强烈推荐的投资评级，维持 12 个月目标价 63 元。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	708	968	1356	1919	营业收入	884	1279	1779	2408
现金	333	443	630	943	营业成本	572	790	1088	1459
应收账款	145	210	292	395	营业税金及附加	4	7	9	12
其它应收款	9	13	18	24	营业费用	54	81	109	148
预付账款	22	31	42	57	管理费用	76	115	155	202
存货	193	266	366	491	财务费用	3	-3	-5	-7
其他	6	5	8	10	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	356	368	377	384	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	232	265	284	296	营业利润	171	288	423	594
无形资产	51	51	51	51	营业外收入	13	0	0	0
其他	67	47	37	32	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	1063	1336	1733	2303	利润总额	181	288	423	594
流动负债	172	203	278	371	所得税	19	43	63	89
短期借款	24	0	0	0	净利润	161	245	360	505
应付账款	123	170	234	314	少数股东损益	0	0	0	0
其他	25	33	43	57	归属母公司净利润	161	245	360	505
非流动负债	12	9	9	9	EBITDA	196	304	439	610
长期借款	9	9	9	9	EPS (元)	0.63	0.96	1.41	1.97
其他	3	0	0	0					
负债合计	184	212	286	380	主要财务比率				
少数股东权益	8	8	8	8	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	256	256	256	256	成长能力				
资本公积	345	345	345	345	营业收入	64.3%	44.7%	39.1%	35.3%
留存收益	271	516	838	1315	营业利润	50.2%	68.6%	46.8%	40.3%
归属母公司股东权益	872	1117	1439	1916	归属于母公司净利润	60.0%	52.3%	46.8%	40.3%
负债和股东权益	1063	1336	1733	2303	获利能力				
					毛利率	35.2%	38.2%	38.9%	39.4%
					净利率	18.2%	19.2%	20.2%	21.0%
					ROE	18.5%	21.9%	25.0%	26.3%
					ROIC	27.0%	35.5%	43.4%	50.6%
					偿债能力				
					资产负债率	17.3%	15.8%	16.5%	16.5%
					净负债比率	17.80	4.13%	3.06%	2.30%
					流动比率	4.10	4.77	4.88	5.18
					速动比率	2.99	3.46	3.57	3.85
					营运能力				
					总资产周转率	1.04	1.07	1.16	1.19
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	5.95	5.39	5.38	5.32
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	0.96	1.41	1.97
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.63	0.98	1.42
					每股净资产(最新摊薄)	3.41	4.37	5.63	7.50
					估值比率				
					P/E	65.82	43.21	29.43	20.98
					P/B	12.14	9.48	7.36	5.53
					EV/EBITDA	53	34	23	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434