

分析师：	乔洋	021-68751065	zoupeng@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120007
联系人：	邹朋	021-68751065	zoupeng@cjsc.com.cn		

多元化推动增长，规模效应增强渠道掌控力

事件描述

近期我们调研了鱼跃医疗，与公司管理层进行了交流：

第一，产品规模优势和行业影响力保持公司行业竞争优势

规模优势：目前鱼跃医疗的产品品规已经比较齐全，在一个医疗器械专柜，鱼跃医疗的产品能够满足专柜大概60%左右的销售产品类型。通过对专柜提供品牌服务，将产品打包进入专柜，使得公司在终端渠道上与品种单一的小厂相比有渠道优势。此外，鱼跃医疗自己的品牌专柜也将加速建设，由现有的800个增加到1,500个。

推动行业规则的制定：公司利用自身在行业中的影响力，推动行业标准的提升，虽然短期有可能对公司现有产品产生一定影响，但是长期来看这有助于淘汰中小型企业，有利于行业集中度的提升。目前制氧机的行业标准就提升在即，未来生产的制氧机将强制带有氧气浓度报警装置，这也有望使公司制氧机市场占有率进一步提高

第二，公司未来将会重点打造医院渠道营销队伍

目前公司营销分为OTC和医院两个渠道，公司每年收入有大概70-80%是OTC渠道产生的，在OTC渠道中，个人消费又占到70%，医院销售占到25%，团购占到5%，公司依靠规模优势和行业影响力将进一步加强OTC渠道的渗透。

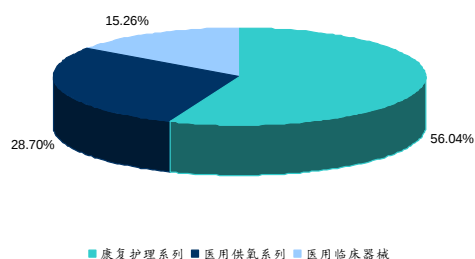
未来医院渠道建设将是公司的重点之一，目前公司医院渠道的营销人员有近100人，每年公司在各地会举行近100场经销商大会。公司医院营销已经有一定基础，公司会通过销售人员的反馈来改进新产品。目前公司DR系列产品在X光影像系统的市场占有率已经排名靠前，未来医用耗材，中心供氧系统等产品将成为公司医院渠道业务的重要增长点。

第三，产品线的不断丰富将为公司增长提供新的增长点

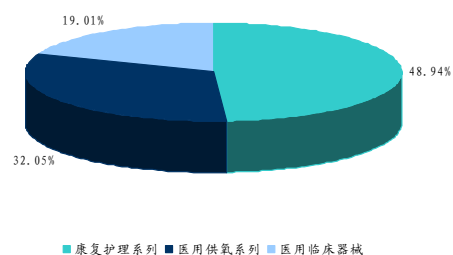
在医院渠道，潜力较大的增长点有DR系列X光机、中心供氧系统和全科诊断仪；而在OTC渠道最有潜力的品种是即将上市的血糖仪。

对于以上三个医院渠道的产品，公司设计的时候都会针对不同地区的医院来生产不同品规，满足不同地区的需求，充分占领细分市场。比如中心供氧系统就会根据不同医院规模来设计供应床位的多少。而全科诊断仪器将是N合一的设置，根据医生的需求来确定诊断项目的多少。

血糖仪将会公司未来重点打造的品种，第一期公司会推出3款，其中2款是走OTC渠道，1款走医院渠道。目前公司的很多经销商已经有血糖仪的销售经验，公司将充分调动经销商的积极性来实现血糖仪的放量销售。

图 1：2010 年公司收入构成情况


资料来源：公司年报，长江证券研究部

图 2：2010 年公司毛利构成情况


资料来源：公司年报，长江证券研究部

第四， 公司将会积极拓展海外业务

目前公司海外业务的销售额占比仅有 10%，公司今年会在南京成立海外事业部，负责海外销售，未来海外销售收入的占比会不断提高。公司海外业务将会以 ODM 为主，发展自主品牌。随着轮椅出口限制的接触，公司海外业务将会保持高增长。

第五， 预计鱼跃医疗 2011-2013 年 EPS 分别为 0.99 元、1.42 元和 1.91 元，维持“推荐”评级

我们预计鱼跃医疗 2011-2013 年 EPS 分别为 0.99 元、1.42 元和 1.91 元。公司积极推进营销渠道的多元化，OTC、医院以及海外渠道拓展顺利；同时公司不断加大对于研发的投入并推进外源式发展，新产品储备丰富，未来盈利点有望不断多元化。业务和营销渠道的多元化将推动公司成长，维持对公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	884	1294	1782	2309	货币资金	333	365	507	818
营业成本	572	828	1134	1462	交易性金融资产	2	2	2	2
毛利	312	466	648	847	应收账款	154	226	311	403
% 营业收入	35.2%	36.0%	36.4%	36.7%	存货	193	279	382	493
营业税金及附加	4	7	9	12	预付账款	22	32	44	57
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	1
销售费用	54	76	100	122	流动资产合计	708	910	1255	1784
% 营业收入	6.1%	5.9%	5.6%	5.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	76	107	143	175	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.6%	8.3%	8.0%	7.6%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	3	0	-1	-2	投资性房地产	2	2	2	2
% 营业收入	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	273	365	454	493
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	51	51	50	50
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	14	14	14	14
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	171	276	398	539	其他非流动资产	6	16	26	36
% 营业收入	19.4%	21.3%	22.3%	23.4%	资产总计	1063	1363	1807	2385
营业外收支	10	9	9	9	短期贷款	24	0	0	0
利润总额	181	285	407	548	应付款项	123	180	246	318
% 营业收入	20.4%	22.0%	22.8%	23.7%	预收账款	19	27	37	48
所得税费用	19	31	44	59	应付职工薪酬	1	1	1	1
净利润	161	255	363	490	应交税费	-1	1	2	2
归属于母公司所有者					其他流动负债	6	10	14	17
的净利润	160.9	254.0	362.3	488.5	流动负债合计	172	219	300	387
少数股东损益	0	1	1	1	长期借款	9	9	9	9
EPS（元/股）	0.63	0.99	1.42	1.91	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	3	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	1	1	2
经营活动现金流净额	66	168	260	382	负债合计	184	229	310	398
取得投资收益	2	0	0	0	归属于母公司	872	1126	1488	1977
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	8	8	9	10
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	879	1134	1497	1987
固定资产投资	-95	-113	-118	-73	负债及股东权益	1063	1363	1807	2385
其他	2	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-92	-113	-118	-73		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.629	0.994	1.418	1.911
股权融资	252	0	0	0	BVPS	3.41	4.41	5.82	7.73
银行贷款增加（减少）	-15	-24	0	0	PE	66.72	42.26	29.62	21.97
筹资成本	18	0	1	2	PEG	1.49	0.94	0.66	0.49
其他	-37	0	0	0	PB	12.31	9.53	7.21	5.43
筹资活动现金流净额	218	-24	1	2	EV/EBITDA	53.94	34.86	24.08	17.35
现金净流量	191	31	143	311	ROE	18.5%	22.6%	24.3%	24.7%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。