

白龙鱼服 一跃飞天

——鱼跃医疗（002223）深度报告

分析师：闫亚磊 CFA

SAC NO: S1150511010018

2011-7-5

生物医药

联系人

张磊

010-68784263

kinglz114@sina.com
评级： 推荐

上次评级： 首次推荐

目标价格： 30

最新收盘价： 25.6

最近半年股价相对走势

相关研究报告

《上柱于天 下立于渊——医改对医药行业影响深度报告》

投资要点：

● 今年业绩

公司轮椅今年增长 40%，电子血压计增长 100%，收入过亿，汞式体温计、雾化器等也将维持在 30%-40% 的增速，整个康复系列预计增长 30%，全年收入约 6.2 亿；医用供氧有望增加 50%，收入实现 3.6 亿；医学影像设备增长可达 100%，今年实现 6000 万收入，医院用医疗设备系列今年共实现收入约 2 亿。公司全年收入增长 50%，净利润预计约 2.5 亿。

● 公司特点及竞争优势

鱼跃产品最大的特点就是以在 OTC 和医院中的消耗性产品为主，这既是鱼跃一直以来发展的主线，也是未来鱼跃并购其他企业的方向。公司优势，一是广域、高效的分销商和配套的物流网络；另一是在医院逐渐打响的鱼跃医械品牌，以图未来攻关高附加值的高品质医用耗材市场。至于耐用的医用 X 光机等医疗设备，是鱼跃进军医院市场时必须走的一步棋：首先打响自己的品牌。不代表鱼跃未来将转向高端医用设备市场。

● 结论

我们认为，鱼跃从微至著，所凭借的不仅仅是赶上医药黄金十年的运气，他的内在素质、对各时点公司未来业务突破口的把握、以及对医械制造业工艺的深刻理解才是他发展的关键。虽然鱼跃的产品，大多看起来简单（如轮椅、血压计等），但人畜无害只是外皮，龙行潜渊才是真颜！

● 盈利预测

未来公司收入增速可能会逐渐下降，毕竟一直 50% 的增速也不太现实，且部分老品种增速已放缓，而医院需要逐步开拓。预计 2011-2013 年销售收入增长 50%，40%，40%。2011 年-2013 年收入 13.1 亿，18.4 亿，25.7 亿，净利润 2.5 亿，3.8 亿，5.4 亿。EPS 分别为 0.61, 0.92, 1.34 元，给予公司 12 年市盈率 32 倍，目标价 30 元。目前价格合理，建议择机买入。

(百万元, 元)	2009A	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	538	884	1317	1844	2578
EBITDA(百万元)	130	199	328	486	686
净利润	101	161	248	378	546
摊薄 EPS(元)	0.25	0.39	0.61	0.92	1.34
PE(X)	104.1	65.1	42.3	27.7	19.2
EV/EBITDA(X)	29.8	31.4	27.2	18.1	12.5
ROIC	18.53%	17.29%	12.48%	16.39%	19.62%
总资产周转率	0.99	1.04	0.75	0.70	0.82

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	142	333	1578	1666	1940	营业收入	538	884	1317	1844	2578
应收票据	12	4	18	25	35	营业成本	333	572	814	1117	1547
应收账款	82	145	216	303	423	营业税金及附加	4	4	8	10	14
预付款项	5	22	32	45	63	销售费用	34	54	92	114	155
其他应收款	5	9	13	18	25	管理费用	52	76	117	163	227
存货	89	193	246	337	467	财务费用	1	3	3	3	3
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	4	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5	5	投资收益	1	2	2	2	2
固定资产	205	232	220	266	301	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	9	41	25	87	81	营业利润	114	171	285	438	633
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	4	10	8	8	12
无形资产	53	51	54	56	57	税前利润	118	181	293	446	645
长期待摊费用	4	6	8	7	6	减：所得税	17	19	44	67	97
资产总计	638	1063	2433	2833	3422	净利润	101	161	249	379	548
短期借款	28	24	0	0	0	归属母公司净利润	101	161	248	378	546
应付票据	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	1	1	2
应付账款	69	123	151	207	305	基本每股收益	0.25	0.39	0.61	0.92	1.34
预收款项	15	19	28	42	60	稀释每股收益	0.65	0.63	0.61	0.92	1.34
应付职工薪酬	1	1	1	1	1	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
应交税费	5	-1	300	300	300	成长性					
其他应付款	8	6	6	6	6	营收增长率	34.0%	64.3%	49.0%	40.0%	39.8%
其他流动负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	52.8%	53.4%	61.4%	53.6%	44.5%
长期借款	20	9	9	9	9	净利润增长率	62.6%	60.0%	54.0%	52.6%	44.5%
负债合计	156	184	498	568	684	盈利性					
股东权益合计	483	879	1935	2265	2738	销售毛利率	38.2%	35.2%	38.2%	39.4%	40.0%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	18.7%	18.2%	18.8%	20.5%	21.2%
净利润	101	161	249	379	548	ROE	20.8%	18.3%	12.8%	16.7%	20.0%
折旧与摊销	14	22	42	47	52	ROIC	18.53%	17.29%	12.48%	16.39%	19.62%
经营活动现金流	96	66	481	294	432	估值倍数					
投资活动现金流	-96	-92	-17	-153	-79	PE	104.1	65.1	42.3	27.7	19.2
融资活动现金流	-12	218	780	-52	-78	P/S	7.4	7.4	8.0	5.7	4.1
现金净变动	-12	191	1244	88	274	P/B	8.20	7.44	5.41	4.62	3.82
期初现金余额	155	142	333	1578	1666	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%
期末现金余额	143	334	1578	1666	1940	EV/EBITDA	29.8	31.4	27.2	18.1	12.5

目 录

1.公司简介.....	5
2.业务分析及竞争优势.....	6
2.1 业务分析：貌似纷杂中的主线 以耗为主	6
2.2 竞争优势：高速公路+医院市场的扩张	8
2.2.1 多年打造 直通各地的OTC高速公路	9
2.2.2 医院市场的扩张	11
2.2.3 其它优势.....	13
2.3 未来面临的问题	14
3. 管理水平：稳中求胜 不断提高	16
4. 与宝莱特的争论：双方不构成同业竞争.....	18
5. 结论：白龙鱼服 一跃飞天.....	19
6. 盈利预测	19

图 目 录

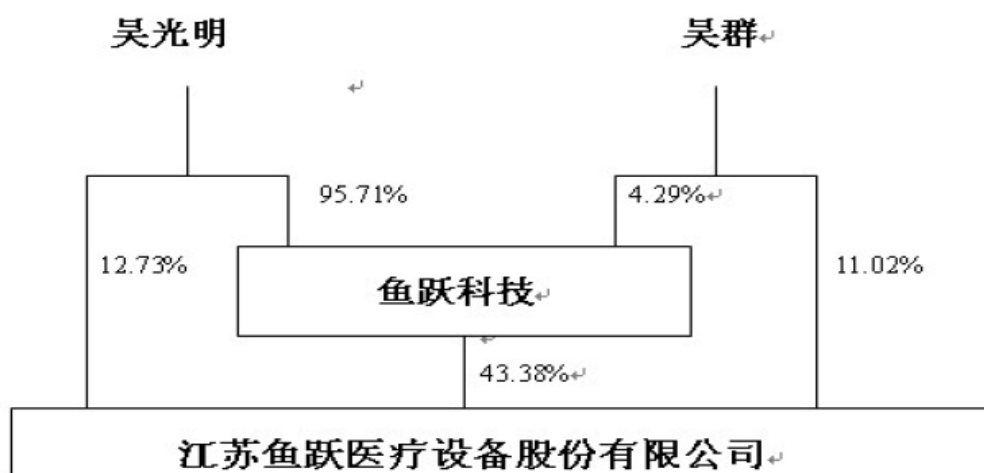
图 1: 公司股权结构图	5
图 2: 公司历年销售收入、净利润（亿）及净利率（%）变动情况.....	6
图 3: 鱼跃上市后的业务增长及变动情况（单位：百万）	6
图 4: 2010 年鱼跃收入构成（亿）	8
图 5: 2011 年鱼跃收入构成预测（亿）	8
图 6: 2010 年鱼跃轮椅的市场份额情况	9
图 7: 2010 年鱼跃家用制氧机市场份额	9
图 8: 鱼跃自成立以来净利润增长情况（单位：万）	10
图 9: 鱼跃OTC业务的流程简图	11
图 10: 鱼跃医院市场开拓的设想图	12
图 11: 鱼跃的生产基地布局简图	15
图 12: 公司历年三费变动情况	17
图 13: 历年鱼跃的应收账款对比情况（亿）	17
图 14: 2011 年鱼跃员工及高管薪酬对比（亿）	17
图 15: 鱼跃医疗的历史沿革简图	20

我们 4 月 28 日调研走访了鱼跃医疗，就投资者关心的问题与公司董秘陈坚先生进行交流，并汇总成该报告。

1. 公司简介

公司实际控制人为吴光明父子，股权结构简单，也较稳定。公司自 07 年上市前夕以来，业绩一直维持 50% 在以上的增速，我们此次调研得知公司今年仍可能维持净利润 50% 增速，若真如此，在生物医药类上市公司里，鱼跃成为屈指可数的连续 5 年净利润增长超过 50% 的公司。

图 1：公司股权结构图

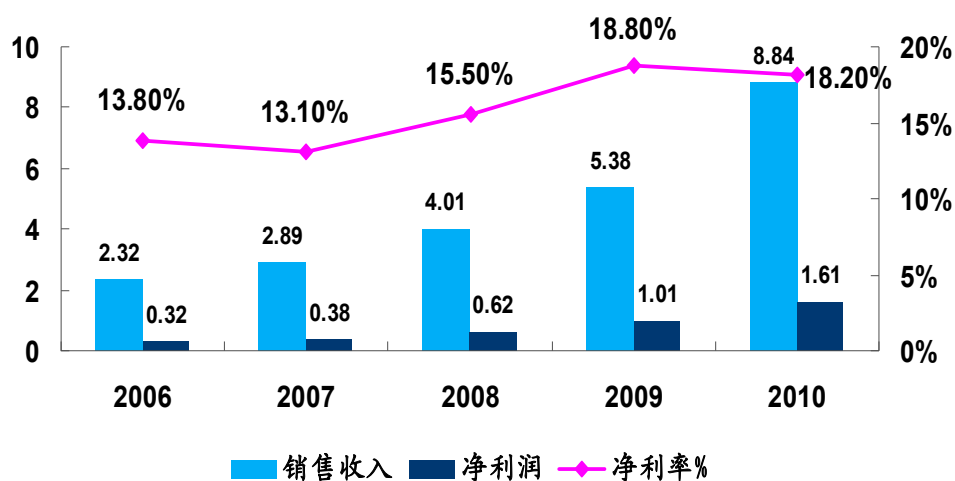


数据来源：公司年报 渤海证券研究所

公司刚上市时主营业务是以各种常见医用器械和康复器械为主的一家民营上市公司。经过这几年发展，主打产品线除了原来“老七样”的水银血压计、听诊器、轮椅、体温计、雾化器、氧气阀、制氧机等简单产品，现在增加了家用制氧机（原贴牌代理，现自主生产），医院用数字式 X 光机、电子式针灸针、手术缝合线、血糖仪及试纸、电子血压计、全科诊断盒等高附加值产品，净利率逐渐升高。

去年公司产品成功打入西部地区医院市场后（高频 X 光机），今年公司在医院的业务（数字式 X 光机）高速增长。我们调研后认为随着新品种的不断上市和逐渐放量未来数年公司的业绩很可能继续维持高速增长的局面。

图 2: 公司历年销售收入、净利润（亿）及净利率（%）变动情况



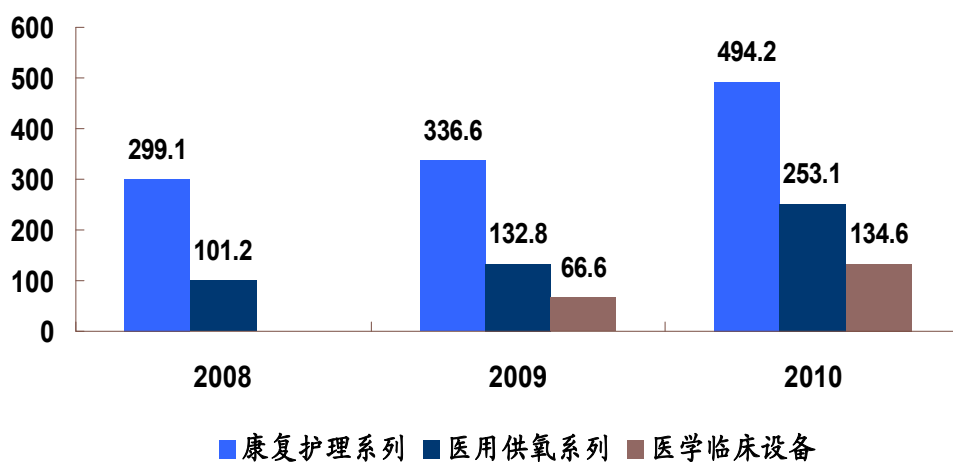
数据来源：公司年报 渤海证券研究所

2. 业务分析及竞争优势

2.1 业务分析：貌似纷杂中的主线 以耗为主

公司的主业主要分成三大块：原有的康复系列和医用供氧系列，以及公司准备多年从 2009 年开始发力的医学临床设备系列（含医学影像和其他医用设备）。

图 3: 鱼跃上市后的业务增长及变动情况（单位：百万）



数据来源：公司年报 渤海证券研究所

鱼跃刚上市时公司的主业还主要集中在轮椅、汞柱式血压计等简单医疗器械，市场也主要集中于 OTC 药店市场，公司在 2009 年组建医院事业部，正式开始进军医院市场，依靠位于长三角地区（我国小型机电一体化的产业基地）的人才和区位优势逐渐拓展出数字式 X 光机、医用制氧机（原来核心部件压缩机不能自产，现已可以）、血糖仪、电子血压计等附加值较高的产品。

鱼跃的产品看起来品种繁多且并不是以单一市场或治疗用途为主扩张产品线和产业链，根据我们的调研和分析，鱼跃产品最大的特点就是以在 OTC 和医院中的消耗性产品为主，这既是鱼跃一直以来发展的主线，也是未来鱼跃并购其他企业的方向。

至于耐用的医用 X 光机等医疗设备，他们是鱼跃进军医院市场时必须走的一步棋：首先打响自己的品牌。并不代表鱼跃未来几年的发展方向将转向高端医用设备市场（如像迈瑞那样），下文我们将详述这个问题。

在 2009 年当年相关医院用仪器设备就实现 6600 余万的收入，其中医学影像和其他医疗设备各占约一半。2010 年医学临床设备共收入 1.34 亿，其中高附加值的数字式 X 光机（2010 年约 3000 万收入）已大量替代高频 X 光机成为公司医学影像设备的主力。其他如缝合线、针灸针、全科诊断盒等同样在医院市场销售良好，这类品种 10 年共贡献 1 亿的收入。

此次调研我们得知，根据公司各项产品今年 1-5 月的销售进度，预计今年公司收入超过 13.1 亿，实现净利润超过 2.5 亿，具体如下：轮椅系列今年有望增长 40%，电子血压计增长 100%，超过一亿的收入，汞式体温计、雾化器等也将维持在 30%-40% 的增速，整个康复系列预计增长 30%，全年收入约 6.2 亿；医用供氧系列有望增加 50%，收入实现 3.6 亿；医疗设备系列中，医学影像设备增长可达 100%，今年实现 6000 万以上的收入，其他医疗设备也有 30% 以上的增长，整个医院用医疗设备系列今年共实现收入约两亿。

此外公司的各子公司 10 年收入 8000 余万，11 年收入约一亿元，比照公司 10 年康复系列、医用供养、医疗设备三大系列的毛利率分别为 31%、40%、44%，11 年毛利约 4.6 亿，2011 年净利润约为 2.5 亿。

图 4: 2010 年鱼跃收入构成 (亿)

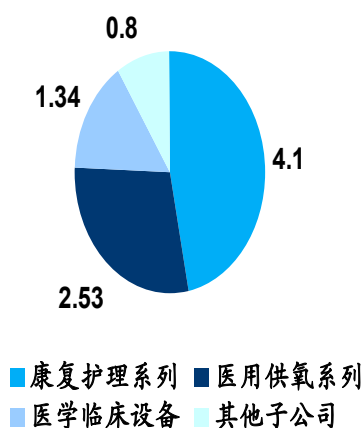
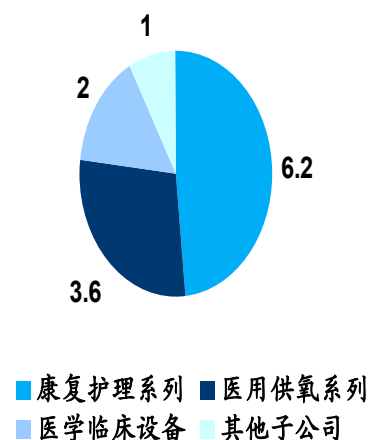


图 5: 2011 年鱼跃收入构成预测 (亿)



数据来源: 公司调研 渤海证券研究所

在做如上收入预测时, 我们没有考虑今年鱼跃将新上市的血糖仪系列, 该系列将于 6 月拿到注册证, 厂房主体已完工, 9 月份开始推广, 其中血糖仪机器在南京生产, 最重要的试纸 (利润也最高) 在丹阳的新厂房生产。通过调研得知, 血糖仪系列需要在专业医生的指导下 (要先获得他们的认可) 下使用才可能有较大市场, 单凭自己的销售和广告推广对血糖仪这种专业性较高的医疗仪器用处不大 (参考罗氏血糖仪的发展历程)。而公司期望先在医院中推广, 逐渐打响鱼跃血糖仪的品牌。公司的血糖试纸定价较高, 和外资的罗氏、欧姆龙的定价大致在一个水平, 但公司生产成本更低, 利润空间会更大, 公司希望这个系列将来有可能成为大品种, 所以在推广时稳扎稳打, 避免因快速铺货导致血糖试纸断货等意外的发生 (这种事故对血糖仪的销售是致命的, 参考欧姆龙和雅培的争论), 而这会需要一个过程, 即使今年血糖系列会贡献利润也可能有限, 我们认为以暂不考虑为妙。

公司今年出口将实现 100% 的增长, 收入有可能超过 2 亿, 该部分业务我们已由各品种收入拆分在、康复、医用供养、医疗设备等主要系列中, 已体现在预测中。

2.2 竞争优势: 高速公路+医院市场的扩张

鱼跃现在收入占比最大的几个品种如轮椅、汞式血压计、雾化器、制氧机等均不是技术门槛很高的品种, 国内也有多家企业生产。但为何这类品种国内市场均是鱼跃品牌占比最大呢? 比如国内家用制氧机 2010 年, 鱼跃一家就占 60% 的份额, 其它近十家才不过占 40%, 轮椅市场鱼跃占 50% 以上。如果光是品牌效应, 难以

解释这种现象，毕竟鱼跃的产品大多可替代性较强，骨折的病人并不是一定要坐鱼跃的轮椅才恢复的更快。

图 6: 2010 年鱼跃轮椅的市场份额情况

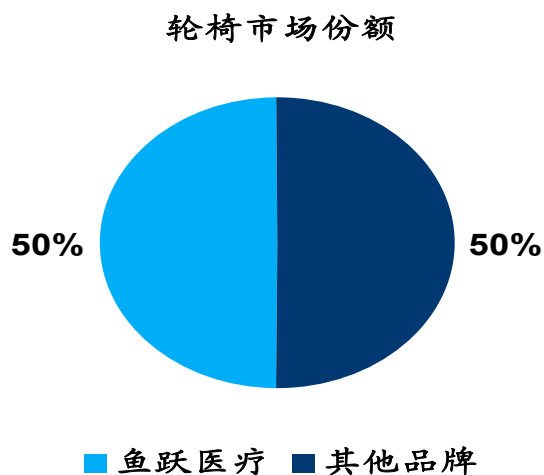
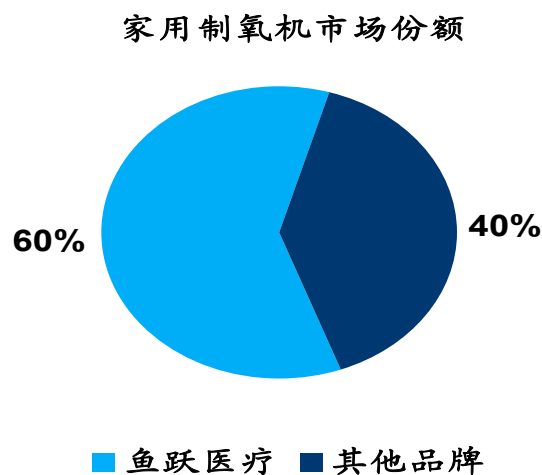


图 7: 2010 年鱼跃家用制氧机市场份额



数据来源：公司调研 渤海证券研究所

通过对鱼跃的多次调研和管理层的沟通及研究，我们认为鱼跃有两大最核心的竞争优势：

一是广域、高效、快速、忠诚的分销商网络和配套的物流网络；

另一是专注于利用小型机电一体化的医疗设备品牌，打响鱼跃在医院系统的知名度，未来攻关高附加值的高品质医用耗材市场。

2.2.1 多年打造 直通各地的 OTC 高速公路

鱼跃的经销商目前共有 500 余家（未来会逐步扩大），其中 100 余家为主营医院器械经销商，其余为 OTC 市场经销商。公司自己也建有约 300 人的销售队伍，并还在逐步扩充，其中 200 人负责 OTC 药店市场，其余 100 人在医院市场部（负责人是原深圳迈瑞副总裁、主抓医院营销的胡明龙先生）。

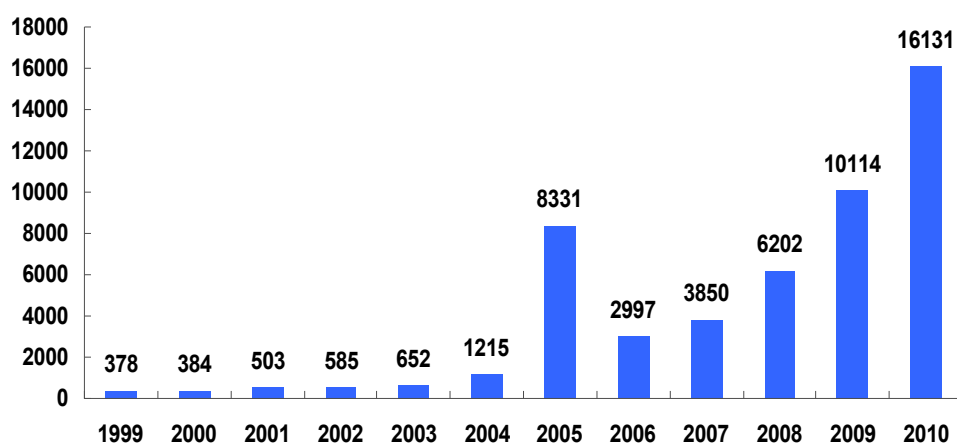
其中对鱼跃快速发展居功至伟的是负责鱼跃 OTC 药店市场的分销商们，这要从两者的起源开始说起。

鱼跃 OTC 市场早期的分销商骨干脱胎于我国医药计划经济转型时期的医疗器械批发站。公司建立的初期（98 年），正值我国各地城市内的医药器械批发站逐渐

转制成为医疗器械商业公司，同时期也是各医药药品批发站转制成医药商业公司的时期（1995-2001）。在 2000 年大多数器械批发站转制后，这些新成立的器械商业公司依托原有器械批发站网络，是当时中国大陆最完善的医疗器械商业网络。

鱼跃在 1998 年成立时还是一个不起眼的小公司，之后数年净利润一直在 500 万元左右，它的主营业务就定在当时还未有太多人关注的 OTC 药店市场，主打品种是轮椅、汞柱式血压计、拐杖等，几乎涵盖药店里常用的器械品种。公司成立初期销售方面的主要精力就放在打通与各地医疗器械商业公司环节。经过数年培育，待公司各地分销商队伍初步成熟后，2003 年后公司在各地 OTC 药店的业务高速增长至今。公司不进入当时热门的医院耗材市场是因为公司判断，由于医院内大型医疗设备由医院自主采购，而高品质耗材则全是外资品种，许多国内医疗器械厂将眼光盯在医院普通耗材市场上（纱布、普通手术器械、注射器等），相互竞争，鱼跃贸然进入没有优势。

图 8：鱼跃自成立以来净利润增长情况（单位：万）



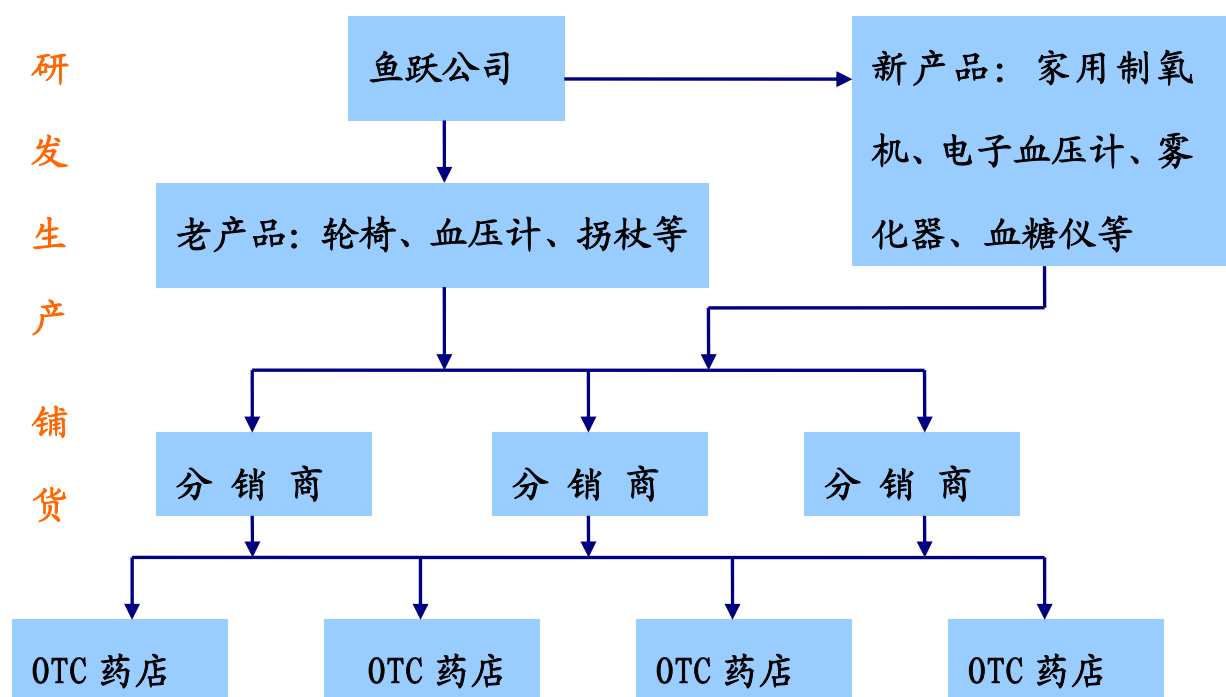
数据来源：公司招股书 37 页 wind 渤海证券研究所

2004-2005 年间，当时公司根据未来业务调整的需要，将旗下最主要的子公司江苏英科（当时国内最大的轮椅制造商，14 万辆/年）及所有生产设备，和其它部分附加业务以 1000 万美元出售给美国 APM 医疗公司，供其开拓北美轮椅市场。公司只保留了在国内制售轮椅的权利，不得向海外出口与 APM 公司业务相竞争的品种（主要是轮椅）。出售所得的 1000 万美元成为公司当年净利润异常升高的主要原因。（资料来源：鱼跃上市招股书 39-43 页 公司调研）

2005 年当时公司生产基地面积小，且分布于三地，既不利于管理，也难以做大做

强和产品线整合，董事长吴总一直想集中于一处发展，但是小型民营企业融资困难，这才有出售公司轮椅业务的事。之后鱼跃利用出售所得的资金加上部分其他融资整合了公司最主要的生产基地，就是现在丹阳云阳工业区鱼跃总部，并且加紧采购生产设备等，同时将其他公司的轮椅贴牌国内转售的方式，维护和做大鱼跃的品牌，在公司搬迁及采购主要生产设备期间（2005-2007），鱼跃的净利润同样维持较快增长，反过来这也说明鱼跃的 OTC 分销商的优秀和忠诚。

图 9：鱼跃 OTC 业务的流程简图



数据来源：公司调研 渤海证券研究所

我们认为，目前在 OTC 市场，鱼跃已经建成自己的铺货高速公路，一旦有 OTC 类新产品，可迅速放量做大，分销商也大多愿意和鱼跃维持一个稳定的合作关系。因为鱼跃的产品除了质量高之外，均有利可图，鲜有压货情况的发生，几个主要品种一直供不应求。而其他供货商即使在个别品种上毛利压过鱼跃，但却没有鱼跃 OTC 药店全品种的高盈利水平。就像一句老话说得：利之所在 道之所在！鱼跃维持分销商的合作和忠诚主要也是靠此，并不仅仅是多年的合作关系。

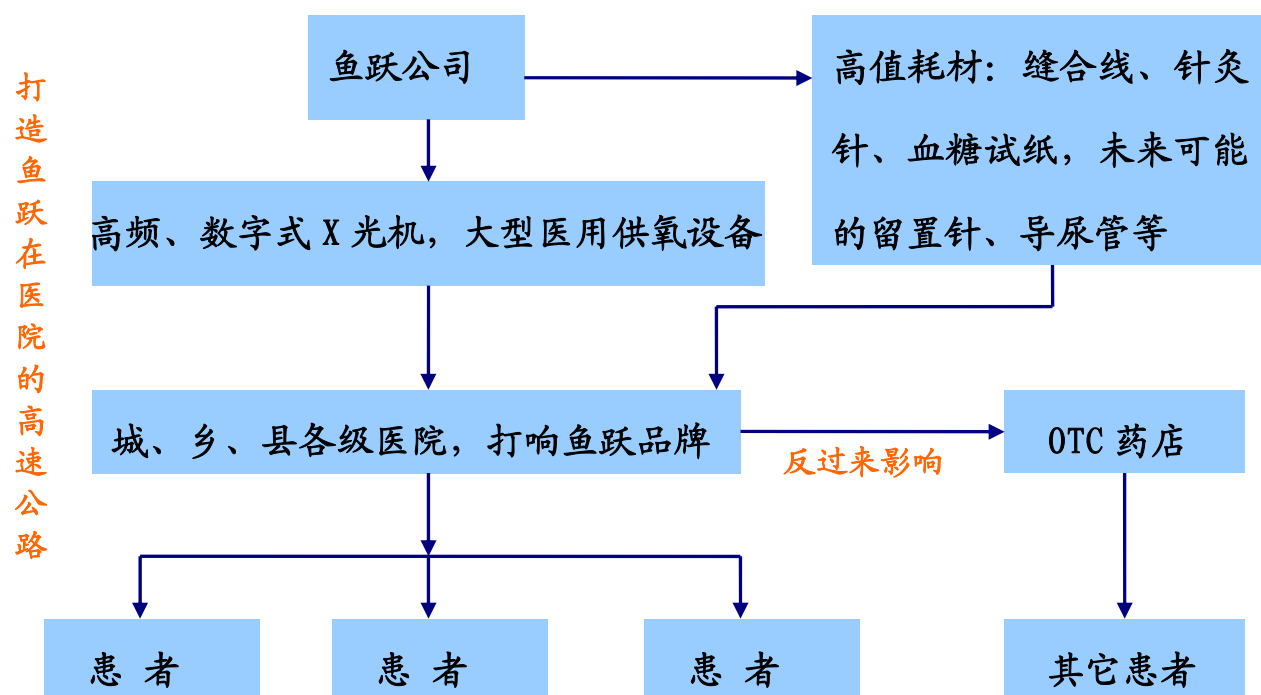
2.2.2 医院市场的扩张

如果鱼跃仅仅是满足于 OTC 市场，肯定不可能维持在 A 股市场的高估值，毕

我国目前医院医疗器械的高端如伽马刀、核磁共振仪等大型尖端设备一直是国外的“G、P、S”（GE、飞利浦、西门子）三家厂主导，国内还没有能和其全面抗衡的厂家出现。至于高品质耗材则是美国的强生（缝合线类、导管类）和BD（针类）等做主流。国产的医疗器械生产商要想在医院市场做大一直很难，国内历史最悠久的上海医用器械厂和北京万东医用器械有限公司（A股上市）以及深圳迈瑞虽有国家扶持及政策倾斜，但在国内高端市场仍难抗衡外资厂商。

和鱼跃占优势的OTC药店市场不同，医院器械市场最主要的不是分销商，而是医生对自己产品的定位和品牌认知度。鱼跃的计划是利用自己位于长三角我国机电一体化产业基地的区位优势，先做好难度相对较低的高频和数字式医用X光机，在中小型医院和边远地区医院逐步打响鱼跃医用设备的品牌，将来为鱼跃高品质耗材和其它常规医用设备进军医院市场铺路。

图 10：鱼跃医院市场开拓的设想图



数据来源：公司调研 渤海证券研究所

在医院市场攻坚时，首先要决定清楚是做哪个层次的医疗器械？只有让医生认可自己的产品及代表的品牌，在医院才有可能继续做下去。原本在此默默无闻的鱼

跃不可能一上来就主推高价值耗材，那样不会得到院方认可。为了打好医院市场的攻坚，两年前鱼跃特意从国内医械龙头迈瑞那里挖来主管销售的副总裁胡明龙先生来鱼跃执掌新组建的医院事业部，从现在的结果看，效果良好。鱼跃首先做的是高频的医用 X 光机（技术是自主攻关），在 09 年贵州省地方医院中一举中标 500 台，虽然总金额不足 3000 万元，但逐步打响了鱼跃的品牌，之后 10 年公司又在四川等地方医院高频 X 光机中标（90 台），并开始逐步用高附加值的数字式 X 光机（单价约 40-60 万元）代替了原先的单价只有数万元的的高频机。

今年鱼跃在各地医院市场加快攻城略地，数字式 X 光机今年各地均有中标，全年收入超过 6000 万元，同比增长 100%，医院用大型供氧设备的销售同样喜人，增长也超过 100%。公司整个医用设备系列今年增长约 50%，总收入约 2 亿。销售的地域主要是中西南部地区的地方医院，避开购买力较高，喜欢用外资品牌的京沪及省会城市医院。在逐渐有了品牌的口碑后，鱼跃的打算逐渐将自己已经公关完毕的高品质耗材输入到逐渐培养起来的医院市场中，比如鱼跃的新品种血糖仪，要在医生推荐下使用，才可能替代欧姆龙、罗氏等大品牌取得市场，光靠自己在推广，患者是不会买账的。这一类产品还有鱼跃苏州厂的缝线类和针灸针类，未来还将通过自研和并购继续增加品种。

我们认为：鱼跃在未来一段较长时间内不会进军高端医疗设备，因为与这类市场的外资对手“G、P、S”（GE、飞利浦、西门子）三家厂商相比，鱼跃无论是背景、资金、关系网、还是产品线均太弱小。鱼跃真正期望做的是利用自己在小型机电一体化上的积累，主攻医院用的中档医疗设备（如大型供氧设备、常用电子仪器等），在确立鱼跃医院品牌后，将自己开发的医用耗材（主要是有医疗器械 III 级注册证的，高附加值的线、针、管类）引入这类医院，逐渐建成鱼跃在医院市场的新的高速公路。

我们还了解到，未来鱼跃公司的并购也将以此为方向，主要是并购国内有医疗器械三级注册证的品种和企业。据了解该项目已在推行，未来 1-2 年内就会就有结果，这些并入的企业利用鱼跃已建好的渠道（无论是 OTC，还是医院市场），将可能是鱼跃未来维持高增长的有效助力。

至于较低端的注射器、纱布等，由于竞争激烈，且这类品种使用中并不注重品牌，鱼跃不打算介入。

2.2.3 其它优势

根据我们调研了解到，鱼跃目前还具有的优势有以下几点：

第一：几个高附加值品种的核心技术大多自主掌握，比如小型家用制氧机的核心部件压缩机现已可以自产，而另一关键部件分子筛化工材料类要求高，目前还是意大利进口，未来也没有自产的打算。数字式 X 光机的核心部件探测器已可自产，CCD 相机暂时需要进口，公司已从韩国请来的总工程师主攻 X 光机的相关工艺。至于新产品如血糖试纸、新缝合线等高值耗材，公司也表示生产工艺上已攻关完毕，将来随着推广逐步扩大生产规模。

第二：部分产品的行政壁垒较高，比如公司 09 年新推出的全科诊断盒，注册证国内一共只有三张，鱼跃是规模最大的一家。虽然目前只有 2000 余万的收入，但该类产品的毛利较高，且未来随着基层医院市场的扩容将逐步放量。相类似的还有鱼跃苏州厂的华佗牌中医电子针灸针和鱼跃盐城厂的无汞式体温计。针灸针 10 年已开始放量，而一旦盐城厂解决产能问题（无汞体温计的相关生产设备国内没有生产，只能自己订做）。无汞体温计（毛利较高）在欧洲的出口，公司表示订单不是问题，出口前景看好。

第三：公司表示未来一到两年内展开并购，有的项目已在进行，1-2 年内会有结果。并购的标瞄准的是国内细分市场占据优势、产品具有 III 类医械注册证的国内高值耗材生产商，因为国内 III 类医械注册证的申请难度最高（有严格的要求，每个品种目前要求 150 例左右的临床病例），而且高值耗材产品也有利于公司利用现有的医院渠道销售。同时公司也表示，并购将以医院用高值耗材为主要方向，明年或将有再融资的打算。

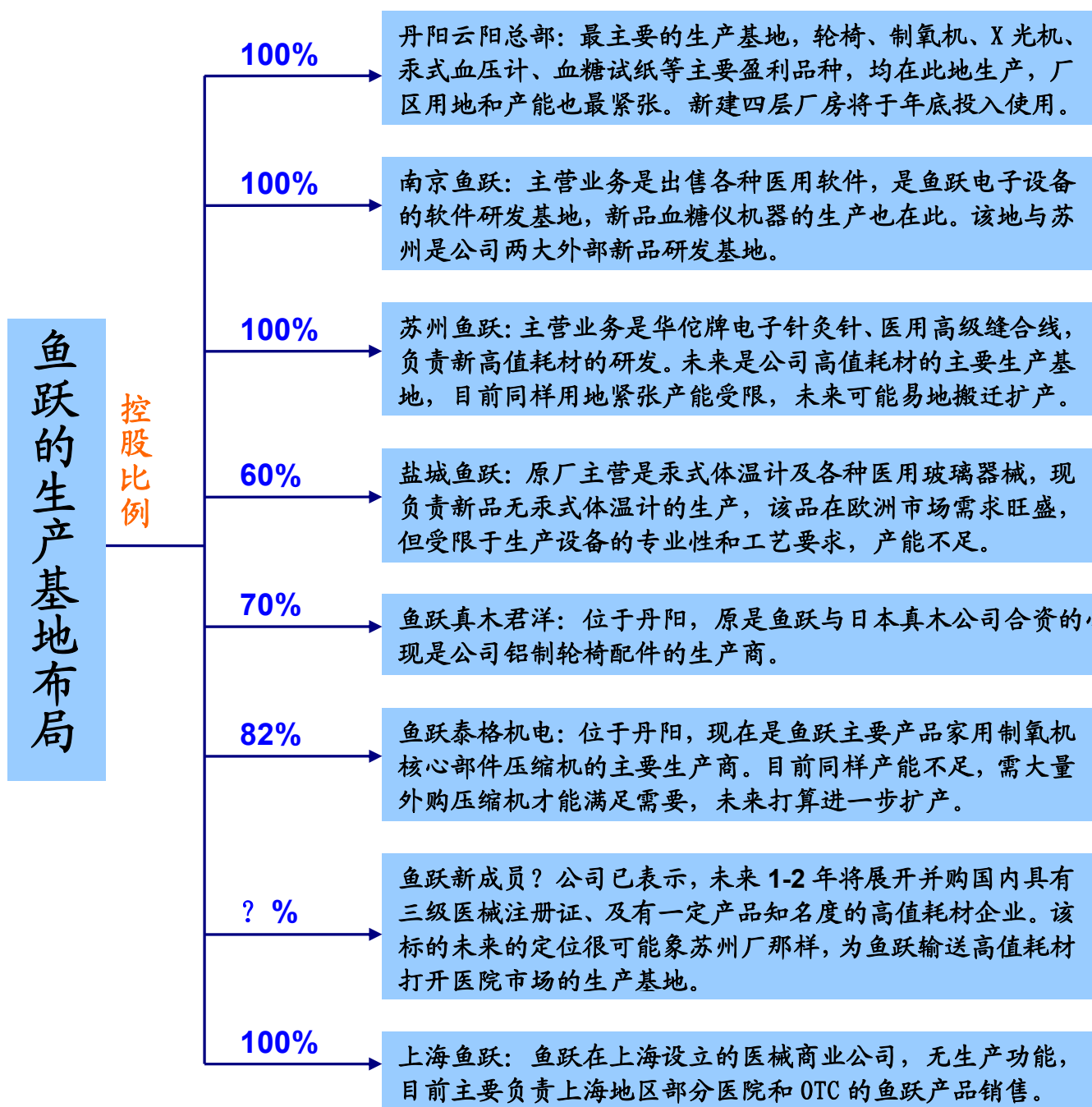
第四：未来的出口增长，自从公司与 APM 公司的协议到期后，10 年 5 月公司的轮椅已恢复出口，增长迅速，去年出口达 15 万台。同时公司的制氧机也是中国唯一通过 FDA510K 认证的企业，将来公司的制氧机一旦满足国内需要后（现在是产能不足，供不应求）还有可能出口北美。其它出口品种如超轻微氧气阀、无汞式体温计均供不应求，出口的最大问题同样不是市场开拓而是产能。公司一直以国内市场为主，主要生产线均优先满足国内需要，公司新建的四层综合厂房最快将于下半年投入使用，未来如果产能得到解决，出口快速增长的局面将会维持一段时间。

2.3 未来面临的问题

调研时公司坦言，未来若想持续高速增长，短期问题是产能限制，长期问题则是

工程工艺类人才尚嫌不足以及市场的开拓。目前公司所有主要盈利品种均产能不足，公司已通过新建厂房（丹阳），买地扩张（苏州）等方式，逐步缓解需求。

图 11：鱼跃的生产基地布局简图



数据来源：公司调研 渤海证券研究所

我们还了解到，由于鱼跃大多数生产线采用柔性生产的方式，在保证工艺质量的同时，主要通过加强管理并辅以大量自动化的设备，以及各品种在不同时间节点

请务必阅读正文之后的免责条款部分

班次的调配来增加产量，并不一味简单增加人手。未来也会适当增加新生产线，但不会急剧扩张。

综合性的工艺高端人才是现在公司最紧缺的。市场的开拓及销售，假以时日以及从有经验的企业(如迈瑞及其它大型外企)中尚可挖掘到合适人才。但相关的工艺系统工程师却非常难找，这与国内制造业基础缺课和重量不重质的大环境有关。

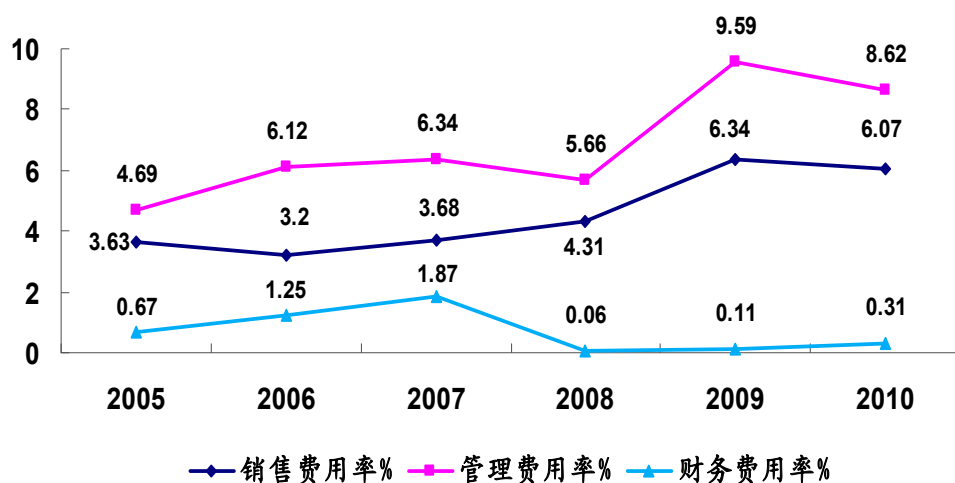
制造业里的工艺和技术是两回事，能生产出来是掌握了技术，但大规模生产时用较低的成本达到同样甚至更高的质量则是工艺的问题。就像中国可以生产大多数型的汽车，但最好的那几款车型及核心部件却不是在中国生产的一样，国内在制造业门类里，最基础的材料学和工艺质量控制上与国外仍差距较大。公司当初为了解决制氧机压缩机和X光机的探测器自产的工艺问题，经过多方探索和公关，最后还是分别在这两个部件系统行业里找到了堪用的系统工程师才解决自主生产的质量稳定的问题。目前公司也已经突破了关键新品种血糖试纸的生产工艺（也是找到了核心人才）。

未来公司主攻医用高值耗材，此行国内基本是美国强生和BD（Becton,Dickinson）的天下。两者均是百年老店，当年分别靠医用辅料和金属注射器起家，今日已是世界最大的医用设备、耗材、试剂生产商之一。两家最大优势就是：品牌+人才。百余年的历史，两家的品牌在医用耗材市场有口皆碑，且两家在高值耗材生产上拥有众多的人才和经验储备，这是中国企业在短期内难于超越的。鱼跃的高管坦言，和国内已有相当积累的机电行业不同，高值耗材对材料学和工艺综合要求最高，国内因为起步晚基础薄，对此精通的工程师一直是稀有品种。公司未来只有在高值耗材的部分品种上选择突破，如留置针、导尿管、静脉导管等，一旦发现合适的企业或人才，公司就可能在某个或几个品种上取得突破，并利用已建成的各销售渠道迅速放量，但对医用高值耗材大量进口替代为时尚早。

3. 管理水平：稳中求胜 不断提高

观察公司历史的各项费用水平，均未出现较大变动。而且随着公司收入和盈利的上涨，公司三费率均呈现不同程度的下降，说明公司在不断做大业务的同时也在逐渐加强自身素质建设，管理水平不断提高。公司目前的资产负债率约为16%左右，过去公司的负债率也大体维持在这一水平，未来出现财务风险的可能性较低。

图 12: 公司历年三费变动情况



数据来源: wind 渤海证券研究所

而对公司的业务而言, 应收账款的风险控制十分重要。根据公司历年年报数据, 自公司 08 年上市后, 历年公司的应收账款金额大致维持在当年净利润的 70% 左右, 这一比例目前较合理, 公司在 OTC 渠道经营多年, 回款难度不大。考虑到未来公司逐步拓展医院业务, 相对于纯市场化的 OTC 业务, 未来公司的应收账款有可能还会上升, 但这也是进军医院业务必须经过的代价, 我们认为目前还不用担心。当务之急还是打开医院业务的局面最重要。

图 13: 历年鱼跃的应收账款对比情况 (亿)

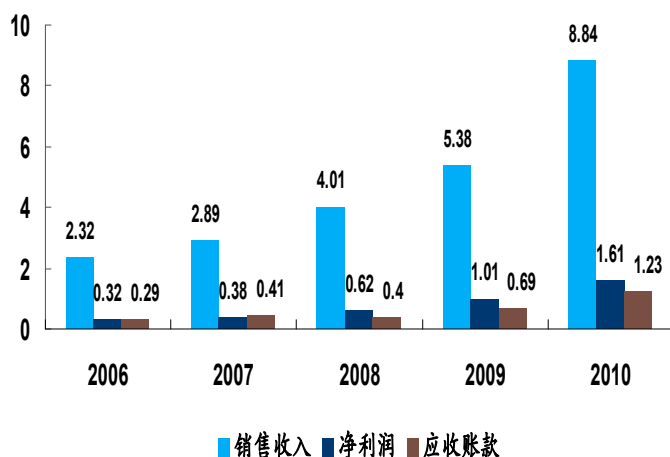
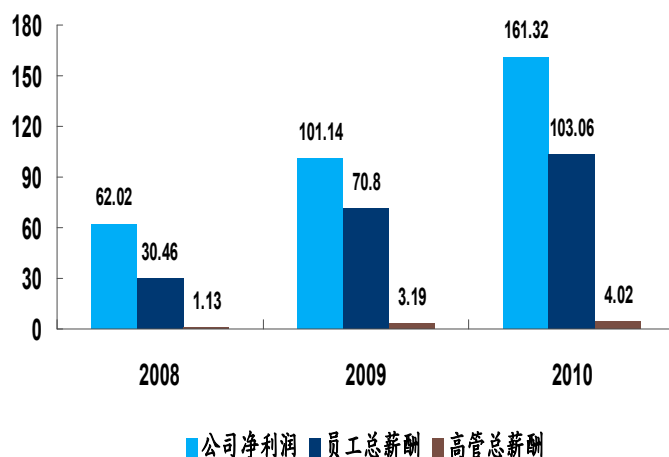


图 14: 2011 年鱼跃员工及高管薪酬对比 (亿)



数据来源: 公司年报 渤海证券研究所

公司自上市后，员工总人数从 2008 年的 1291 人增加到现在的 1623 人，高管人数也增加了数人，员工总薪酬和高管薪酬在这几年间随着公司业绩的增长而增长。我们在调研时了解到，由于公司在大多数产品生产采用柔性生产的方式，许多员工均掌握不同器械的生产技能和生产设备的操作，以便满足公司需要。这些员工的学历未必高，但却是公司产品保证工艺质量和产量的关键，这几年也一直逐步增加他们的待遇（鱼跃的员工待遇在当地一直维持较高水平，以保证人员的稳定和质量）。至于高管薪酬，由于公司这几年开始拓展医院事业及机电一体化品牌，提高部分关键人物的薪酬以稳定军心，保证公司团队的竞争力（如引进的迈瑞副总胡先生和负责压缩机的系统工程师）。我们认为公司此举的金额和时点均较合理。

另外，关于公司股权激励的问题，公司表示已有计划，但目前公司医院、出口等各项业务发展很快，未来可能还会引进新人才，公司的核心技术和管理团队尚未稳定，时机暂时还不适合。未来考虑在适当时机推出股权激励。

综合来看，公司的管理以稳为主，同时不断提高自身素质，而未来有可能引入的人才和股权激励或将成为公司新的内在支柱。

4. 与宝莱特的争论：双方不构成同业竞争

针对最近出现的鱼跃医疗与宝莱特的同业竞争关系，媒体所指的是鱼跃医疗的关联方江苏艾利克斯（鱼跃董事长吴总所有）大量持股即将上市的广东宝莱特（主营“医用监护仪”），存在医疗器械行业同业竞争情况，并猜测鱼跃医疗在上市时隐瞒了这一情况。就这一问题，研究和沟通后，我们认为，二者目前不存在同业竞争。由于媒体并不了解我国医械行业的细分情况，只是因为两者同属医疗器械行业及鱼跃招股书中提及开发监护仪就武断认为二者有同业竞争。

就像我们前面分析的，鱼跃现有的医院产品（X 光机、大型供氧设备）以及将来主推的医院器械（各种高值耗材）并不涉及医用监护仪这个医械子门类，而宝莱特主营是医用电子监护仪，在产品的定位及市场上二者并不重合，除非鱼跃将来打算进军监护仪市场，但根据我们与公司的沟通，鱼跃暂时无此打算。宝莱特将来的业务走向目前不好判断，但现在下结论说二者同业竞争为时太早。至于上市时隐瞒相关关系，则有点马后炮的味道，鱼跃上市时（2008 年）主营市场还在 OTC 上，产品也未涉及医院医械门类，招股书中鱼跃新品是有监护仪（鱼跃招股

书 77 页和 123 页)，但那只是当年一个新品的想法。**关键点：鱼跃从未在任何市场销售过监护仪。我们认为评价此事的重点要看事实和行为，而不是当年说的那几个字。**凭此就说当年有意隐瞒，未免是捉影的诛心之罪。且鱼跃是在 2009 年才凭借 X 光机进入医院，即使是 2011 年，鱼跃与宝莱特也未有业务冲突和竞争。

至于鱼跃吴总持股宝莱特，这是个人投资行为，因宝莱特与鱼跃在产品市场上不但未有竞争，甚至还有协同作用，**只要二者在产品上不交叉，就不是同业竞争**，未来或有可能在医院医械开拓上展开合作也未可知。

5. 结论：白龙鱼服 一跃飞天

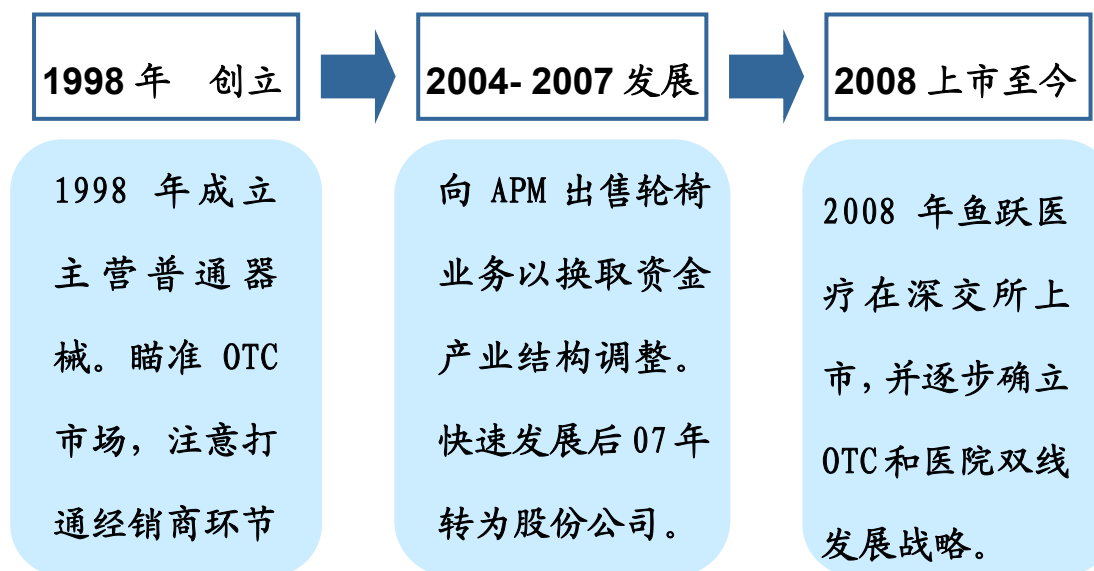
综上，我们认为，鱼跃从微至著，从一家民营器械小厂发展到现在的规模，所凭借的不仅仅是赶上医药黄金十年的运气，他的内在素质和管理、对各时点公司未来业务的突破口的清醒把握、以及对医械制造业流通和工艺的深刻理解才是他发展的关键。虽然鱼跃的产品，大多看起来简单（如轮椅、血压计等），**但人畜无害只是外皮，龙行潜渊才是真颜！**

未来如果鱼跃在高值耗材品种和产能方面突破瓶颈，将有可能在未来 1-2 年内，继续维持一个 40%以上的增长。

6. 盈利预测

未来公司收入增速可能会逐渐下降，毕竟一直 50%的增速也不太现实，且部分老品种增速已放缓，而医院需要逐步开拓。预计 2011-2013 年销售收入增长 50%，40%，40%。2011 年-2013 年收入 13.1 亿，18.4 亿，25.7 亿，净利润分别约为 2.5 亿，3.8 亿，5.4 亿。EPS 分别为 0.61,0.92,1.34 元，给予公司 12 年市盈率 32 倍，目标价 30 元。目前价格合理，建议择机买入。

图 15: 鱼跃医疗的历史沿革简图



数据来源：渤海证券研究所

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君 机构销售部经理

022-28451995

13502040941。

zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

010-68784269

13811199719

wuhuihui09@gmail.com

thalia_wu@hotmail.com

刘啸

010-68784275

13810427284

helen.newday@gmail.com

liuxiao_helen@hotmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn