

鱼跃医疗(002223)调研报告

并购和新品助推业绩继续高增长

健康护理/医疗器械

推荐

首次评级

发布时间：2011 年 9 月 19 日

投资要点：

- 近期，我们调研了鱼跃医疗，与公司高管就经营现状、核心竞争力和发展战略等进行了较深入的交流。
- 公司是我国基础医疗器械领域产品品种最多的制造商之一，主营产品分为康复护理系列、医用供氧系列和医用临床系列，公司现有主营产品在三年高速发展之后，预计今年仍将维持较高增速。
- 公司即将推出的新品包括血糖仪及其试纸、空气净化器、睡眠呼吸机等产品，其中血糖仪产品有可能在 10 月份之后推出。
- 公司将加快外延式并购的步伐，并购与合作领域不仅限于国内。公司在国内并购的目标产品比较明确，主要是有医疗器械许可证的医用电子设备类产品、麻醉科和护理科室的医用耗材等。
- 公司业绩的快速增长，除了家用医疗保健市场的较快增长外，还与公司广而深的销售通路、多品种的营销策略、具有战略前瞻性的品种开发能力和国内领先的规模制造工艺水平等有关。
- **投资建议：**在不考虑外延式并购的情况下，我们预计公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.85 元和 1.18 元，所对应的 PE 分别为 43.02 倍、30.87 倍和 22.24 倍。考虑到公司正在加快外延式扩张的步伐，明后两年业绩超预期的可能性较大，我们首次给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**新品销售低于预期的风险；外延式并购进展缓慢的风险；上游成本大幅上涨的风险；竞争加剧的风险。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	884	64.33	161	60.01	0.64	23.92	66.70	
2011E	1,225	38.57	248	54.04	0.61		43.02	
2012E	1,652	34.86	349	40.73	0.85		30.87	
2013E	2,154	30.39	482	38.11	1.18		22.24	

走势图



市场数据

2011-9-19

收盘价：	26.24 元
52 周最高价：	54.87 元
52 周最低价：	22.70 元
平均持仓成本：	26.96 元

基本数据

2011Q2

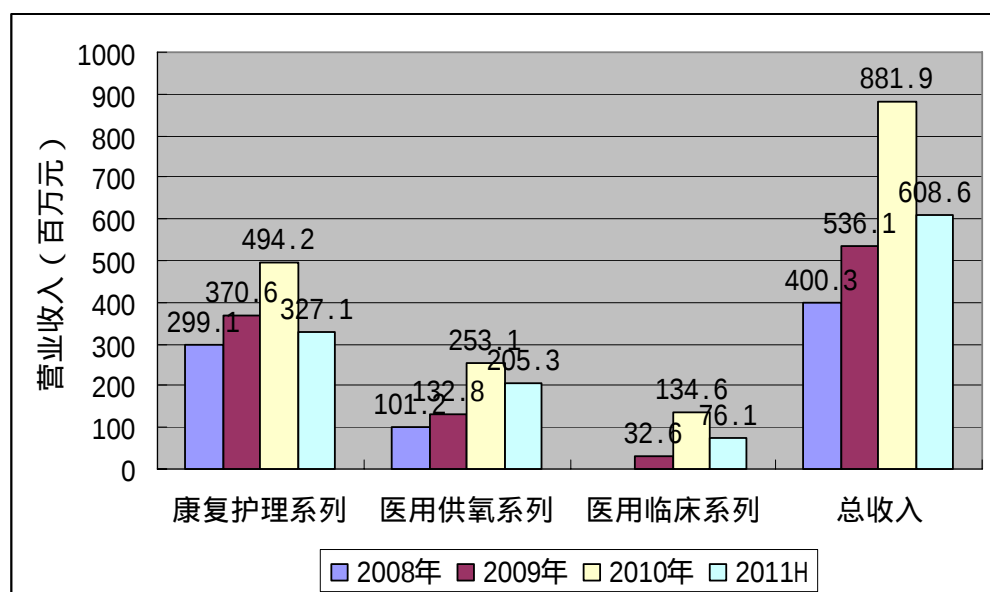
总股本（万股）：	40,893
流通 A 股（万股）：	40,893
每股收益（元）：	0.30
每股净资产（元）：	2.43
每股经营现金流（元）：	0.10
市净率：	10.80

分析师：周思立 联系人：刘林
执业证书编号：S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000 - 254
FAX: (8621)6337 3209
Email: liulin@nesc.cn
地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编：200002

现有主营产品仍将保持较高增速

公司在上市之前，专注于康复护理和医用供氧系列基础医疗器械的研发、生产和销售，主营产品只有血压计、制氧机、雾化器等 36 个品种、225 个规格的基础医疗器械。在 2008 年上市之后，公司快速推出了电子血压计、X 光机等多款新品，目前产品品种已经多达 43 个、300 多个规格，分为康复护理系列、医用供氧系列和医用临床系列，是我国基础医疗器械领域产品品种最多的制造商之一。

图 1：公司最近四年营收情况



资料来源：东北证券

康复护理系列是公司的两大传统主营产品系列之一，在营收中的占比最大，今年上半年的营收占比达到 53.75%。康复护理系列产品包括血压计、听诊器、体温计、轮椅车、手杖、雾化器、吸痰器、吸引器、洗胃机、防褥疮床垫、颈椎牵引器等产品，其中听诊器、汞柱式血压计、雾化器等产品的市场占有率均达到国内第一。从 2008 年到今年上半年，康复护理系列产品的营收增速分别为 37.39%、23.91%、46.81%和 27.77%，表现出良好的成长性。

康复护理系列产品中的体温计、听诊器、汞柱式血压计等传统产品在一线城市中的销量渐趋饱和，目前销量的增长主要来自于二、三线城市，预计未来三年仍有望达到 20% 以上的销售增速。公司这类产品的市场占有率极高，比如听诊器有近 70% 的市场份额，汞柱式血压计也有 60% 以上的市场占有率，市场话语权较强，虽然毛利率不高，但销售费用率也低，平均净利率能达到 20% 左右，是公司重要的利润来源。由于水银价格的上涨，公司在今年 4 月份把汞柱式血压的计价格上调了 16.7%，有效对冲了成本的增加，销量并未受到价格上调的影响，全年销售收入估计可以达到 1.6 亿元左右。在二三线城市销量增加以及出口的带动下，轮椅、体温计、雾化器、全科诊断系统以及电子血压计在今年有望达到 1.4 亿元、0.4 亿元、0.6 亿元、0.3 亿元和 1 亿元的销售收入，全年的销售增速仍有望接近 30% 的较高增长。

医用供氧系列是公司另一大传统主营产品系列，制氧机是其中的主打产品，国内市场占有率超过 60%。从 2008 年到今年上半年，医用供氧系列销售增速分别为 45.66%、31.27%、90.56%和 66.33%。今年上半年制氧机销售了 9 万余台，预计全年可能销售 18 万~20 万台，贡献销售收入 3.6 亿元~4 亿元，同比有望增长 50%~60%。在销量大幅增长的同时，毛利率也在稳步提高，2008 年至今年上半年，医用供氧系列的毛利率分别为 31.13%、39.87%、39.26%和 44.02%。制氧机销量和毛利率的双重增长，是公司近年业绩快速增长的主要动力之一。制氧机目前在一线大城市的销售增速仍然很快，二三线城市还处于待开发和销售布局状态，未来仍有较大的增长潜力，预计今年极有可能继续达到 60%以上的增速。

医用临床系列是公司从 2009 年开始大力发展的新兴产业，目前产品品类相对较少，主打产品是高频数字医用 X 射线机，预计全年可销售 120 台，贡献销售收入 5400 万元左右。另外公司还有医用缝合线等耗材类产品，由于公司缺乏医用耗材的专业销售队伍，医用缝合线近年预计增速为 10%，全年销售收入有望达到 1200 万元以上。医用临床系列是公司今后要重点发展的产品领域，可能通过并购来发展医用耗材类产品，未来成长速度在很大程度上取决于并购进展。由于基数较小，不考虑并购，今年仍有可能达到 35% 左右的增长速度。

新品和并购增添成长新动力

在巩固原有老产品市场占有率的基础上，持续不断地推出新产品，是公司近年业绩快速增长的主要原因之一。公司最近两年推出的新品主要分为两类，第一类是原有产品的延伸和升级，例如新一代家用型分子筛制氧机、大型医用分子筛制氧机、高精度听诊器、全科诊断仪、高清晰数字 X 射线机等产品。公司完全掌握了这类产品的制造工艺，销售渠道也基本一致，这类产品的推出，扩大了公司的客户群体，增强了公司的盈利能力。第二类是电子体温计、电子血压计等医用电子设备类新品，这类产品与原有产品相比，销售渠道和终端客户的变化都不大，但在技术上需要有较大的改进。可喜的是，公司在医用电子设备制造工艺上已经颇具实力，部分产品品质不输于外企产品，例如电子血压计的市场价格仅低于外企欧姆龙 5~10%，国内市场占有率已经超过松下等外资品牌，目前排名第二，体现出优异的进口替代能力。

由于现有产品的市场增速渐趋平缓，公司若仍要取得超越市场平均增速的成长，在很大程度上取决于新品的推出速度以及新品的市场空间。公司即将推出的新品包括血糖仪及其试纸、空气净化器、睡眠呼吸机等产品，其中血糖仪及其试纸是市场最为期盼的产品，公司可能在 10 月份之后推出。

血糖仪主要用于糖尿病患者血糖的自我监测，是 OTC 医疗器械领域市场空间较大的产品，目前国内每年市场规模至少在 25 亿元以上，并且随着糖尿病人的增多以及自我监测意识的增强，市场规模还在较快增长。类似于鱼跃医疗推出电子血压计之前的市场格局，血糖仪目前是罗氏、强生、拜耳、雅培和欧姆龙等外企品牌强势主导，国内品牌做得较为出色的有怡成、三诺等。从销售渠道上看，血糖仪和试纸的主力销售终端仍然在 OTC 药店，由于血糖仪的临床特性较强，由医院临床推动药店终端销售的特征比较明显。国内市场排名领先的几大外企品牌，在中高端的内分泌科室多年耕耘，具有较强的学术影响力，公司并不熟悉内分泌科室，虽然已经在筹备内分泌临床团队，但期望短期内从外资强势品牌中夺食，显然不符合实际。公司的目标也比较现实，期望能在数年内做到国

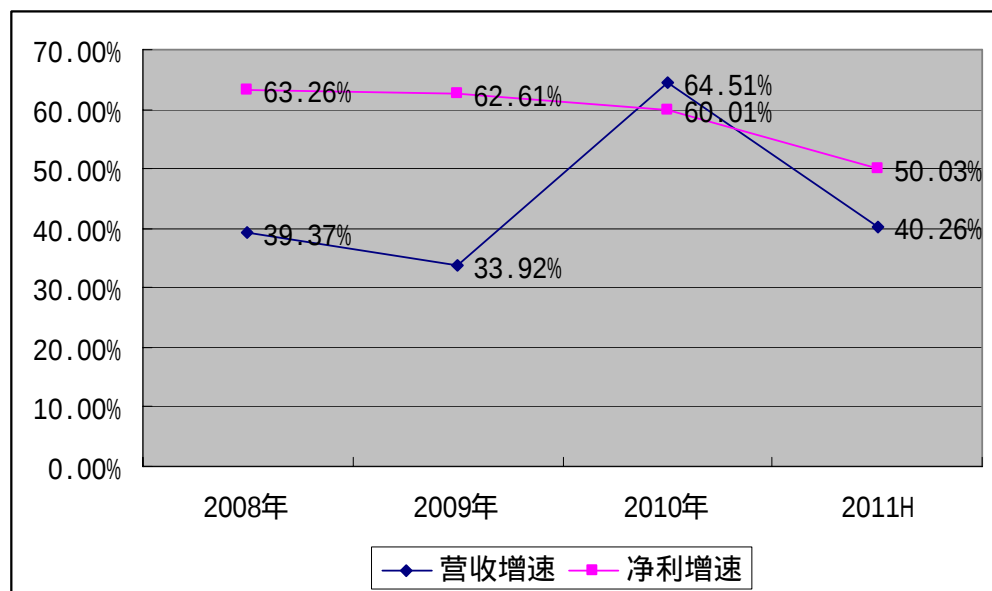
内第一，上市两至三年后的销售额能达到 2 亿元以上。公司目前血糖仪和试纸的生产规模在国内居前，成本控制能力较强，OTC 营销渠道优势也比较明显，再加上市场上还没有被广泛认可的国内强势品牌，我们认为公司有能力在血糖仪领域快速追赶，并取得国内领先。血糖仪属于二类医疗器械，虽然具有一定的临床特性，但临床粘度不强，随着血糖仪认知度的提高，以及公司内分泌临床团队的成熟，我们认为公司也有机会在不远的将来做到进口替代。

另外，公司还计划加快外延式并购的步伐，并购领域不仅限于国内。国际化拓展是公司的长远战略，迟早会迈出第一步，但第一步的步伐不会大，国际化并购或合作的目标可能是产品较单一、规模不大、但品牌美誉度高、经营历史较长的小型企业。公司在国内并购的目标比较明确，主要是有医疗器械许可证的医用电子设备类产品、麻醉科和护理科室的高值耗材，比如留置针、真空采血管、导尿管、输液泵等。

渠道和产品优势创造资本传奇

公司上市以来，取得了超常规的发展，归属于上市公司股东的净利润增速已经连续 3 年在 60% 以上，今年仍有望达到 50% 以上的增速，明年若能继续达到 50% 以上的业绩增速，将是连续五年净利润增速在 50% 以上，有望创造资本市场的传奇佳话。

图 2：公司最近四年营收和净利增速



资料来源：东北证券

公司所处的基础医疗器械行业技术门槛不高，国内生产企业众多，部分产品还面临外资企业的强势竞争，为什么公司能在竞争如此激烈的行业中脱颖而出，迅速在多个子产品领域取得国内领先？我们认为除了家用医疗保健市场的较快增长外，还与公司广而深的销售通路、多品种的营销策略、具有战略前瞻性的品种开发能力和国内领先的规模制造工艺水平等有关。

在销售通路建设上，公司目前拥有 430 多家 OTC 药店经销商，终端销售网点遍布全国，一旦有新品推出，即可快速在全国铺货销售。随着公司产品的日益增多和品牌影响力的扩大，公司还大力发展了专区、专柜等直控终端，今年上半年已经发展了 838 个直控终端，预计全年将能发展到 1000 个以上。渠道优势的最大体现是铺货速度，公司的新产品从开发完成到在全国终端铺货完成，仅需 15 天。公司同时加强了医院临床渠道的建设，目前临床销售队伍已经有 100 多人，未来还将专门成立了内分泌临床销售队伍，医院条线的销售高速通路正在紧锣密鼓地建设中。

在营销策略上，公司充分利用品种众多的优势，新老品种搭配销售，促使经销商和公司共同发展。比如，在产品推出初期，终端知晓率较低、竞争相对较为激烈，公司就对经销商让利，给予较高折扣，而对于汞柱式血压计、听诊器等市场占有率较高的成熟产品，由于终端流通速度较快，经销商付出的精力较少，扣率就相对低些。公司多款产品的市场占有率第一，终端客户的认知度很高，由于其中任何单独一款的产品终端销售额都不高，经销商若与另外生产商合作而可能失去鱼跃其他产品的代理权，这就形成了较强的市场壁垒，新进入者可能因高昂的渠道建设费用而放弃这些低毛利产品的销售。相比于其他单一产品的制造商，公司除了先发优势外，还在于能持续不断地推出新品，经销商的通路效率很高，因而对于经销商的粘度很高。

在品种选择和进入时机上，公司管理层眼光独特，颇具战略前瞻性，从大型医用分子筛制氧机、电子血压计、血糖仪、呼吸机以及高值医用耗材，无一不体现管理层的智慧。公司在充分认识自身制造能力和市场发展前景的基础上，紧紧围绕渠道优势，在品种选择上有所为有所不为，分阶段、分步骤地引进新品。公司选择产品的原则是，价格不高，具有广泛的终端应用潜力。随着实力的增强，公司不再满足于低端基础医疗器械的制造，逐渐培养自己的研发制造团队。数字式 X 光机是公司进入中高端医疗器械的开始，但公司也清楚认识到高端医疗影像设备制造工艺的复杂性，在 X 光机的研发上重在锻炼队伍，并不打算继续往核磁共振等高端仪器领域拓展，今后可能会在 X 光机的应用上加大研发力度，比如移动式 X 光机、乳房 X 光机等。另外，高品质的医用耗材类产品将是公司今后重要的研制方向。

公司是国内规模最大的基础医疗器械制造商之一，生产规模的优势有助于公司通过大规模采购降低原材料和零配件的采购成本，降低模具开发的摊销费用和单位产品的销售费用，相比于国内小型医疗器械企业，公司具有更强的上下游议价能力，能更好地将利润率维持一定水平。和外资企业相比，鱼跃所涉及的均为较成熟的产品，产品品质的差距主要体现在制造工艺水平上。规模化的生产有利于公司加快制造工艺的改进速度，摊薄工艺改进的单位成本。从研发投入向上看，公司更关注医疗设备重要原材料关键技术、制造和装配生产线的关键技术等，试图在钢化工艺、涂层覆膜等关键工艺上取得突破，以缩小与外资品牌的差距。

OTC 和临床销售渠道高速通路的日益完善、优质品种的逐渐增多、产品品质的不断改进、生产规模的日益扩大，我们有理由相信，公司能够在未来创造更大的资本传奇。

分产品营收预测

假设一：假定康复护理系列中原有产品 2012 年和 2013 年的增速分别为 25%和 20%；

假设二：假定血糖仪、空气净化器、睡眠呼吸机等新品在明后两年的销售收入分别达到 5000 万元和 1.5 亿元；

假设三：暂不考虑公司并购和其他新品的营业收入。

图 3：分产品营收预测表

产品系列	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
康复护理系列					
营业收入（百万元）	370.6	494.2	632.6	840.8	1099.0
营收增速	23.9%	46.8%	28.0%	32.9%	30.7%
毛利率	35.0%	30.7%	33.0%	34.0%	36.0%
医用供氧系列					
营业收入（百万元）	132.8	253.1	410.0	574.0	746.2
营收增速	31.3%	90.6%	62.0%	40.0%	30.0%
毛利率	39.9%	39.3%	44.0%	44.0%	44.0%
医用临床系列					
营业收入（百万元）	32.6	134.6	182.5	237.3	308.5
营收增速		102.0%	35.0%	30.0%	30.0%
毛利率	65.0%	43.8%	36.0%	37.0%	37.0%

资料来源：东北证券

投资建议

在不考虑外延式并购的情况下，我们预计公司 2011～2013 年的 EPS 分别为 0.61 元、0.85 元和 1.18 元，所对应的 PE 分别为 43.02 倍、30.87 倍和 22.24 倍。考虑到公司正在加快外延式扩张的步伐，明后两年业绩超预期的可能性较大，我们首次给予公司“推荐”评级。

图 4：公司盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	884	1225	1652	2154
减：营业成本	572	768	1024	1310
营业税金及附加	4	9	12	16
销售费用	54	63	84	109
管理费用	76	114	152	188
财务费用	3	-2	1	3
资产减值损失	4	6	0	0
加：公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	171	267	379	528
加：营业外收入	13	8	8	8
减：营业外支出	4	1	1	1
利润总额	181	274	386	535

减：所得税	19	26	37	53
净利润	161	248	349	482
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	161	248	349	482
EPS（元）	0.64	0.61	0.85	1.18

资料来源：东北证券

风险提示

- 1) 新品销售低于预期的风险；
- 2) 外延式并购进展缓慢的风险；
- 3) 上游成本大幅上涨的风险；
- 4) 竞争加剧的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。