

内生增长强劲，新品上市稳步推进

——鱼跃医疗(002223)调研简报

核心观点

事件：

近期我们对公司进行了实地调研，并与公司就生产经营问题进行了交流。

投资要点：

1、Q3单季度增速放缓，全年高增长趋势不改。今年Q1-Q3，公司营收和净利润为8.85亿元和1.74亿元，分别同比增长35.04%和50.01%。Q3单季度营收和净利润分别同比增长24.92%和49.98%，扣除营业外收入公司业绩略有放缓。Q3为公司的传统淡季，七八月份原材料成本压力较大，且今年三季度内销平平，主要靠轮椅出口为主的外销支撑。我们认为短暂的增速放缓并不改变全年高速增长的趋势，随着四季度销售旺季的到来，公司全年净利润增速仍然有望达到50%左右。

2、老产品增长稳定，电子血压计和制氧机为增长亮点。汞柱式血压计、听诊器、保健盒等老产品的市场占有率均为第一，近几年一直保持着15~30%的稳健增长态势。我们预计今年老产品方面的增速在20%左右，未来增速大概在15%左右。鱼跃牌电子血压计已成为国内第二品牌，今年预计增长90%-100%，明年依然保持快速增长，预计增幅在50%以上。制氧机是公司的明星产品，近三年来一直保持高速增长，预计前三季度增幅在45%左右，随着压缩机逐步由自产替代外购，制氧机系列毛利率还有进一步提升空间。

3、新品上市稳步推进。血糖仪计划于明年春节后开始向市场推广，由OTC和医院临床两方面推进，预计目前产能大约在十万台左右，公司计划三年内将该产品做到全国第一。空气净化器将于明年二季度进行推广，该产品市场定位较为高端，适用范围更为广泛，将采取差异化销售的策略，目前储备的品种是家用和办公室用两种类型，我们预计空气净化器很有可能成为制氧机一样快速增长的大品种。此外，新收购的注射器预计在血糖仪和空气净化器之后进行推广，定价方面与威高同产品保持一致。

4、首次给予公司“短期-推荐”、“长期-A”的投资评级。我们预计公司11-13年EPS分别为0.59元 0.87元 1.24元，当前股价对应的PE分别为42倍、28倍、20倍，考虑到公司内生式增长强劲，外延式扩展步伐加快，我们首次给予公司“短期-推荐”、“长期-A”的投资评级。

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	884	1271	1792	2428
同比增速(%)	64.33	43.79	40.99	35.49
净利润(百万)	161	240	356	508
同比增速(%)	59.49	48.64	48.66	42.42
EPS(元)	0.39	0.59	0.87	1.24
P/E	62	42	28	20

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	0.00
流通A股(万股)	0.00
52周内股价区间(元)	0.0-0.0
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00
目标价	6个月
	12个月

相关报告

研究员：潘蕾

电话：010-84183157

Email：panlei@guodu.com

执业证书编号：S0940511030001

联系人：王寅

电话：010-84183363

Email：wangyin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表：利润表

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	884	1271	1792	2428
增长率(%)	64.33	43.79	40.99	35.49
营业成本	572	821	1,149	1,549
毛利率(%)	35.24	35.40	35.85	36.19
营业税金及附加	4	6	9	12
资产减值准备	4	5	7	10
销售费用	54	76	104	134
管理费用	76	102	134	170
财务费用	3	3	4	5
公允价值变动净收益	(1)	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	171	258	384	549
增长率(%)	50.17	50.82	49.00	42.71
期间费用率(%)	15.01	14.20	13.50	12.70
加：营业外收入	13	13	18	24
减：营业外支出	4	1	2	2
利润总额	181	269	401	570
增长率(%)	52.93	49.16	48.66	42.42
减：所得税	19	30	44	63
实际税负比率(%)	10.69	11.00	11.00	11.00
净利润	161	240	356	508
增长率(%)	59.49	48.64	48.66	42.42
减：少数股东损益	0	0	1	1
属于母公司的净利润	161	239	356	507
同比增长	60.01	48.74	48.66	42.42
每股收益(元)	0.39	0.59	0.87	1.24
市盈率(倍)	61	42	28	19

数据来源：wind、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	邓集锋	IT	dengjifeng@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangwei@guodu.com	吴昊	交通运输	wuhao@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com