

# 三季度毛利率有所下滑

买入维持

目标价格：37元

### 投资要点:

- 收入增长稳定，公告全年预增 50%~80%。
- 制氧系列和临床器械系列保持高速增长。
- 外销比重增加和成本上升拉低毛利率。

### 报告摘要:

- **收入增长稳定。** 报告期内，公司实现营业总收入 8.85 亿元，同比增长 35.04%，归属于上市公司股东的净利润 1.74 亿元，同比增长 50.01%。基本每股收益 0.43 元。其中 3 季度实现收入、净利润为 2.75 亿元、0.53 亿元，分别同比增长 24.92%、49.98%。扣除转让投资性房地产的营业外收入，营业利润同比降低 18.36%。公告全年预增 50%~80%。
- **制氧系列和临床器械系列继续保持高速增长。** 公司凭借管理、研发和营销上的优势，巩固现有产品的市场优势的同时，推出新产品、进入新领域。以制氧机为主的医用制氧系列产品今年增速达 60%，医用临床器械同比增长近 40%，电子血压计、数字 X 光机等新产品也保持快速增长的态势，收购镇江康利后公司在医用耗材领域中拥有院线渠道的新产品群，产品结构得到优化，市场控制力得到提升。
- **外销比例增加，毛利率下滑。** 单季度毛利率下降到 30.87%，同比下降 5.87 个百分点，主要原因一是公司产品的外销增速很高，营收占比增加，同时应收款政策的严格执行，也促使了结构的变化；二是材料成本、人工费用的增加。费用率基本稳定，营业利润率下降到 10.50%，由于转让房产的非经常收益，净利润率基本变化不大。预计全年利润率基本稳定。
- **预计公司 2011~2013 年每股收益 0.62 元、0.83 元、1.24 元，目前对应 PE 分别为 47X、35X、23X，考虑公司在细分领域的龙头地位和快速增长的潜力，维持买入评级。**

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	538	884	1215	1670	2308
EBITDA (百万元)	199	265	389	574	631
净利润 (百万元)	101	161	254	340	506
EPS (元)	0.25	0.39	0.62	0.83	1.24
P/E	44.61	46.12	46.75	34.97	23.44
P/S	8.34	8.39	9.77	7.11	5.14
P/B	9.30	8.44	10.47	8.05	5.99

### 分析师

吴洋 (S1180511080005)

电话: 01088085967

Email: wuyang@hysec.com

孙伟娜 (S1180511010011)

电话: 01088085269

Email: sunweina@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股	筹码集中度
20110930	26517	非常集中
20110630	26446	非常集中
20110331	4435	较分散

### 相关研究

宏源证券\*公司点评\*鱼跃医疗——难以被逾越的综合竞争力 08.02

**表 1: 资产负债表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	142	333	415	593	901
应收票据	12	4	17	23	32
应收账款	82	145	199	274	379
预付款项	5	22	31	44	60
其他应收款	5	9	12	16	23
存货	89	193	239	320	430
其他流动资产	0	0	-1	-3	-6
长期股权投资	5	5	6	7	9
固定资产	205	232	301	366	427
在建工程	9	41	35	33	31
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	53	51	50	49	48
长期待摊费用	4	6	5	4	2
<b>资产总计</b>	<b>638</b>	<b>1063</b>	<b>1352</b>	<b>1769</b>	<b>2382</b>
短期借款	28	24	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	69	123	165	221	297
预收款项	15	19	33	53	81
应付职工薪酬	1	1	1	1	1
应交税费	5	-1	0	1	1
其他应付款	8	6	7	8	8
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	20	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	<b>156</b>	<b>184</b>	<b>218</b>	<b>295</b>	<b>400</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>483</b>	<b>879</b>	<b>1134</b>	<b>1475</b>	<b>1982</b>

**表 2: 利润表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	538	884	1215	1670	2308
营业成本	333	572	790	1059	1424
营业税金及附加	4	4	8	11	15
销售费用	34	54	73	101	139
管理费用	52	76	102	136	183
财务费用	1	3	-5	-8	-12
资产减值损失	3	4	7	10	14
投资收益	1	2	2	2	3
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	114	171	241	364	548
营业外收支净额	4	10	44	17	21
税前利润	118	181	285	381	568
减: 所得税	17	19	30	41	61
净利润	101	161	255	340	508

减：少数股东损益	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	101	161	254	340	506
<b>基本每股收益</b>	<b>0.65</b>	<b>0.63</b>	<b>0.62</b>	<b>0.83</b>	<b>1.24</b>
<b>稀释每股收益</b>	<b>0.65</b>	<b>0.63</b>	<b>0.62</b>	<b>0.83</b>	<b>1.24</b>

**表 3: 现金流量表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	101	161	255	340	508
折旧与摊销	14	22	23	25	27
经营活动现金流	97	51	184	256	381
投资活动现金流	-42	-172	-83	-85	-85
融资活动现金流	17	312	-19	8	12
现金净变动	73	191	81	178	308
期初现金余额	155	142	333	415	593
期末现金余额	228	333	415	593	901

**联系人简介:**

**吴洋:** 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经验。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、昆明制药、益佰制药、信立泰、华海药业、智飞生物、乐普医疗等。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
<b>华北区域</b>	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
<b>华东区域</b>	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
<b>华南区域</b>	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
<b>重点机构</b>	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。