

分析师：涂羚波  
执业证书编号：S0050208010103  
Tel：010-59355910  
Email：tulb@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



# 鱼跃医疗 (002223.SZ)

## 毛利率和期间费用率下降

### 投资要点

●**业绩符合预期。**2011年前三季度实现营业总收入、净利润8.85亿元、1.74亿元，同比分别增长35%、50%，每股收益0.43元。从单季看，营业收入、净利润分别为2.76亿元、5326万元，同比分别增长25%、50%，每股收益0.13元。

●**各业务发展势头均好。**公司康复护理系列增速30%以上，医用供氧系列50%左右、医用临床系列Dr销售70台，全年预计100台，增速超过200%。公司的新产品也处于稳步推进中，全科诊断系统预计全年销售1000套，血糖仪2012年进入市场导入期，2013年贡献收益。此外，国际市场以及外延式整合并购也是投资亮点。

●**毛利率和期间费用率下降。**公司前三季度受原材料价格上涨及员工工资增加的影响，毛利率同比下降了2.63个百分点，但公司通过部分产品的提价、原材料采购谈判能力提高、自动化改造加强等手段加强成本控制，同时，公司严格控制费用增长，期间费用率同比下降了2.52个百分点。

●**维持“增持”评级。**预计公司2011、2012、2013年实现营业收入12.78亿元、17.67亿元、23.76亿元，同比增长44.53%、38.33%、34.46%；实现净利润2.62亿元、3.81亿元、5.35亿元，同比增长63%、45%、40%，每股收益0.64元、0.93元、1.31元。按照2011年50倍PE估值，目标价32元。

### 医药生物

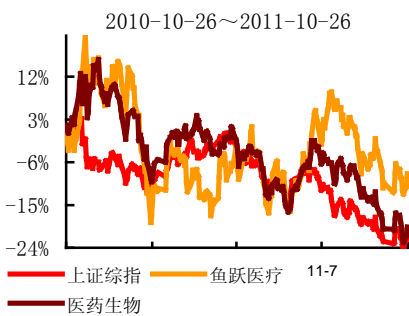
### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	32

### 市场数据

市价(元)	25.33
上市的流通A股(亿股)	3.65
总股本(亿股)	4.09
52周股价最高最低(元)	22.7-54.87
上证指数/深证成指	2409.67/10203.40
2010年股息率	1.02%

### 52周相对市场表现

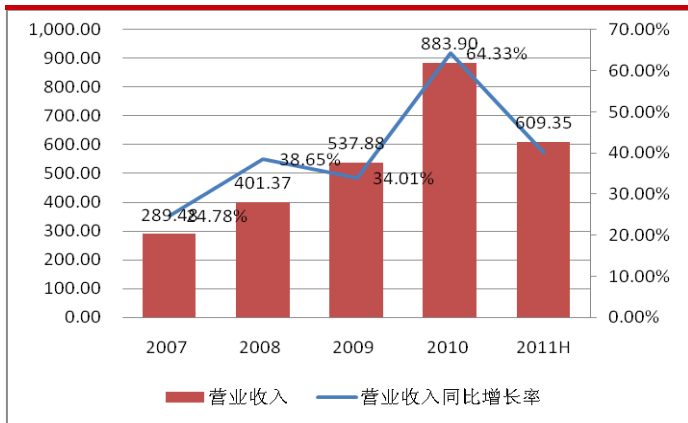


### 相关研究

公司财务数据及预测				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	883.90	1278	1767	2376
增长率(%)	64.33	44.53	38.33	34.46
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	160.88	262.15	380.92	534.73
增长率(%)	60.01	63	45	40
毛利率(%)	35.24	36	36	36
净资产收益率(%)	18.45	23	25	26
EPS(元)	0.64	0.64	0.93	1.31
P/E(倍)	64.38	39.51	27.19	19.37
P/B(倍)	11.89	9.13	6.84	5.05

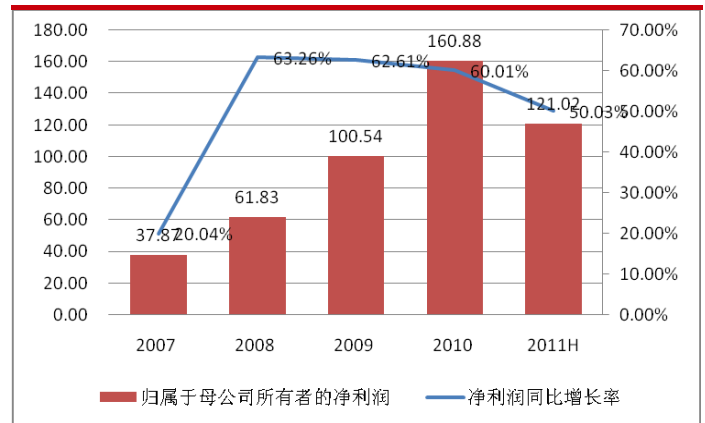
来源：公司年报、民族证券

图 1：公司近年营业收入



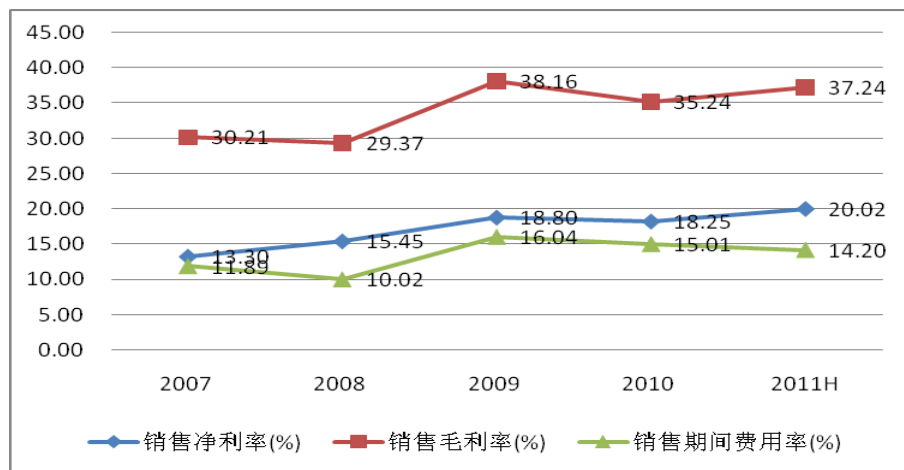
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

**表 1：公司收入和毛利预测**

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>康复护理系列</b>	<b>49424</b>	<b>64251</b>	<b>83526</b>	<b>108583</b>
增长率 (%)	46.81%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	30.69%	30.69%	30.69%	30.69%
<b>医用供氧系列</b>	<b>25308</b>	<b>43023</b>	<b>64534</b>	<b>90348</b>
增长率 (%)	90.56%	70.00%	50.00%	40.00%
毛利率 (%)	39.26%	39.26%	39.26%	39.26%
<b>医用临床器械系列</b>	<b>13457</b>	<b>20186</b>	<b>28260</b>	<b>38151</b>
增长率 (%)	102.04%	50.00%	40.00%	35.00%
毛利率 (%)	43.78%	43.78%	43.78%	43.78%
<b>总收入</b>	<b>88188</b>	<b>127459</b>	<b>176320</b>	<b>237082</b>
增长率 (%)	64.51%	44.53%	38.33%	34.46%
营业成本率	64.85%	64.34%	64.08%	63.94%
毛利率 (%)	35.15%	35.66%	35.92%	36.06%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	707	985	1403	1961
现金及等价物	335	449	663	966
应收帐款	149	215	298	400
存货	193	277	381	511
其它流动资产	31	45	62	83
<b>非流动资产</b>	356	407	453	534
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产及其他	279	319	353	428
投资性房地产	2	2	2	2
无形资产	66	77	88	95
其它非流动资产	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	1063	1392	1856	2495
<b>流动负债</b>	172	237	318	418
短期借款	24	24	24	24
应付帐款	123	177	244	327
其它流动负债	25	36	50	67
<b>非流动负债</b>	12	13	15	16
长期借款	9	9	9	9
其它非流动负债	3	4	6	8
<b>负债合计</b>	184	250	332	434
少数股东权益	8	8	9	11
归属于母公司所有者权益	872	1134	1515	2050
<b>负债和股东权益</b>	1063	1392	1856	2495

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	58	181	276	402
净利润	161	263	382	536
资产减值准备	4	0	0	0
折旧和摊销	22	24	27	31
公允价值变动损失	1	0	0	0
财物费用	3	-6	-9	-12
营运资本变动	-132	-99	-124	-154
投资收益	-2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-78	-75	-72	-112
资本支出	-82	-75	-72	-112
其它	4	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	210	8	10	14
权益性融资	236	0	0	0
负债净变化	-23	1	2	2
财务费用	-3	6	9	12
<b>现金净增加额</b>	190	114	214	303
期初现金余额	145	335	449	663
期末现金余额	335	449	663	966

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	884	1278	1767	2376
营业成本	572	822	1132	1519
营业税金及附加	4	7	9	12
销售费用	54	77	106	143
管理费用	76	89	106	119
财务费用	3	-6	-9	-12
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动净	-1	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	171	289	423	595
营业外收入	13	5	5	5
营业外支出	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	181	294	428	600
所得税	19	31	46	64
<b>净利润</b>	161	263	382	536
少数股东损益	0	1	1	1
<b>归属于母公司所</b>	161	262	381	535
<b>EBITDA</b>	177	283	414	583
<b>EPS (元)</b>	0.39	0.64	0.93	1.31

主要财务比率

<b>成长能力</b>				
营业收入	64.3%	44.5%	38.3%	34.5%
营业利润	50.2%	69.1%	46.1%	40.9%
归属母公司净利	60.0%	62.9%	45.3%	40.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.2%	35.7%	35.9%	36.1%
净利率	18.2%	20.5%	21.6%	22.5%
ROE	18.5%	23.1%	25.1%	26.1%
ROIC	15.1%	21.4%	23.6%	24.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.3%	18.0%	17.9%	17.4%
流动比率	4.1	4.2	4.4	4.7
速动比率	3.0	3.0	3.2	3.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
应收帐款周转率	5.9	5.9	5.9	5.9
应付帐款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.39	0.64	0.93	1.31
每股经营现金	0.14	0.44	0.68	0.98
每股净资产	2.13	2.77	3.70	5.01
<b>估值比率</b>				
P/E	74.4	45.7	31.4	22.4
P/B	13.7	10.6	7.9	5.8
EV/EBITDA	97.2	60.9	41.6	29.5

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn