

鱼跃医疗 (002223)

出口加速，新产品确保高速增长

推荐 (维持)

现价: 19.96 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.yuyue.com.cn
大股东/持股	江苏鱼跃科技发展有限公司/40.69%
实际控制人/持股	吴光明/51.67%
总股本(百万股)	409
流通 A 股(百万股)	365
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	88.98
流通 A 股市值(亿元)	79.52
每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	17.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌军
投资咨询资格编号
S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 预计公司 2011 年业绩增长 50%以上，出口收入加速增长：

公司前三季度收入 8.85 亿元，同比增长 35.04%，归属母公司的净利润 1.74 亿元，同比增长 50.01%。其中第三季度的营业利润为 0.29 亿元，同比增长-17.14%，主要原因是三季度公司外销收入占比较大，而外销产品的毛利率略低于内销，同时三季度原材料主要来源于原来价格高位库存，因此导致毛利下滑较为严重，而四季度公司主要金属、塑料和乳胶等原材料价格普遍降低，毛利水平得到恢复。由于 2011 年公司出口收入大幅增长导致外销收入占比加大，我们预计整体毛利率将略有降低，但是全年 50-60%的利润增长仍然有保障。

■ 预计公司将于 2012 年推出血糖仪、空气净化器等新产品：

公司具备强大的新产品研发实力，面向 OTC 和基层医疗市场储备了多个具备高成长性的产品，其中面向基层医疗市场的全科诊断仪已于 11 年推出，预计销售收入将超过 3000 万元，而血糖仪和血糖试纸预计最快将于 12 年一季度开始生产销售，作为 OTC 最大市场的品种，目前国内血糖仪及试纸市场已经超过 20 亿元，且需求仍在高速增长，市场潜力巨大。公司目前拥有 400 多家经销商，覆盖 2 万家以上的药店，拥有 1000 多个直控终端，未来还将继续投入扩充，新产品将通过强大的终端渠道迅速覆盖目标市场。

■ 公司通过外延收购不断完善产品线，发挥渠道的协同效应：

公司 10 月份通过收购和增资后共持有镇江康利医疗器械有限公司 60%的股权，康利公司主要经营医用耗材系列产品，通过整合可以完善公司现有的医院营销体系，产生协同效应。近日还通过子公司苏州医疗用品厂收购了供应商苏州华佗医疗器械有限公司以及信阳中原医疗器械有限公司各 50%的股权，使两公司成为鱼跃的全资孙公司。苏州厂生产的“华佗牌”针灸针产品在国内外拥有较高的知名度，收购完成后通过销售渠道发力，针灸针产品收入将大幅增加，预计 2012 年将超过 2500 万元。

■ 盈利预测及评级：

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.60, 0.83 和 1.15 元，对应 12 月 22 日收盘价 19.96 元的 PE 分别为 33.3, 24.0 和 17.4 倍。我们看好公司的长期发展，维持“推荐”评级。

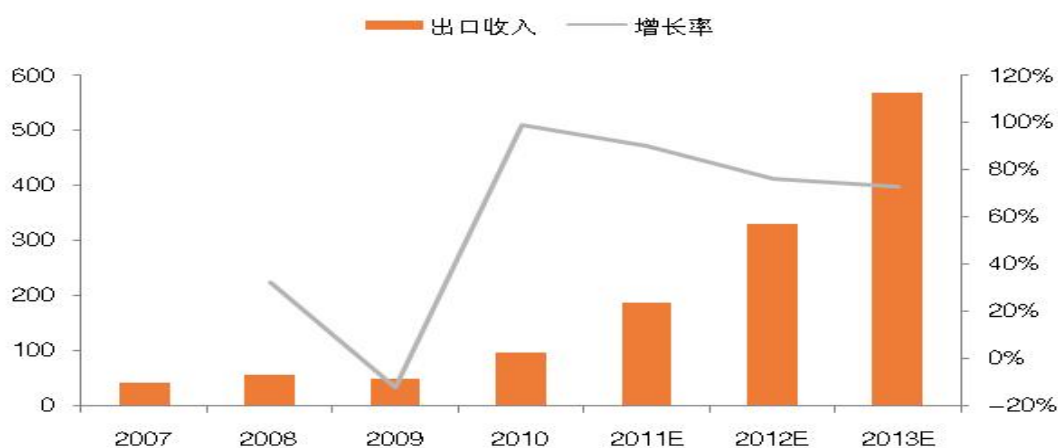
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	538	884	1284	1797	2516
YoY(%)	34.0	64.3	45.3	39.9	40.0
净利润(百万元)	101	161	224	339	469
YoY(%)	62.6	60.0	51.6	38.8	38.5
毛利率(%)	38.2	35.2	35.1	34.9	34.8
净利率(%)	18.7	18.2	19.0	18.8	18.6
ROE(%)	21.1	18.5	21.9	23.3	24.4
EPS(摊薄/元)	0.25	0.39	0.60	0.83	1.15
P/E(倍)	88.5	55.3	33.3	24.0	17.4
P/B(倍)	18.7	10.2	10.6	8.2	6.2

一、公司近况

1.1 预计 11 年公司出口增速将超过 90%，未来外销占收入比将达到 25%左右

公司 2010 年外销收入为 0.98 亿元，占营业收入的比例为 13.2%，11 年上半年外销收入 0.80 亿元，同比增长 77.78%，下半年增长持续加快，预计全年出口收入将超过 1.87 亿元，同比增长 90%左右。公司海外市场主要销售的产品包括制氧机、轮椅、超声雾化器等，以 OEM 和 ODM 为主，其中制氧机产品于 2010 年通过 FDA 认证，公司与 APM 公司关于禁止轮椅等相关产品外销的约定已于 2010 年 10 月到期。公司将在产品设计和营销上加大对海外市场销售的支持，不断提高外销产品的占比，由于外销的毛利率低于内销 4-6 个百分点，所以未来几年公司的整体毛利率将有所降低，不过因为内销仍是最主要的收入来源，所以降低幅度不会太大。

图表1 公司出口收入及增长率预测（单位：百万元）



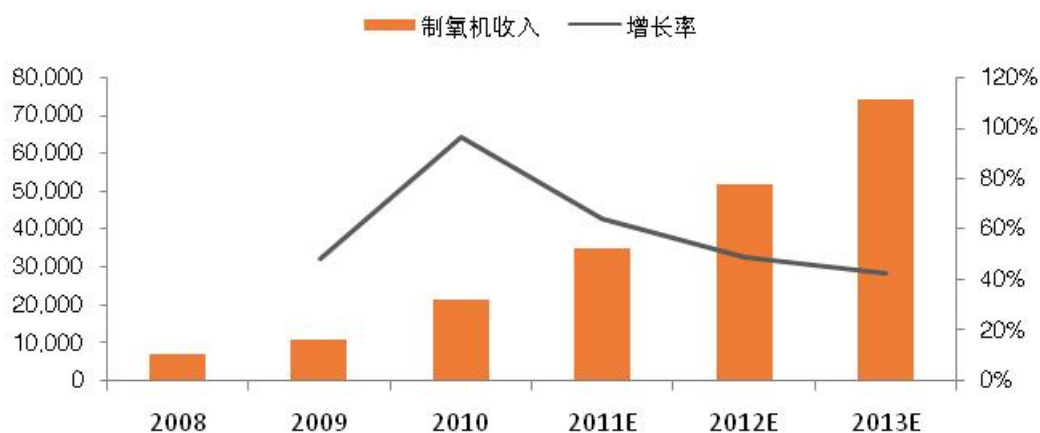
资料来源：公司年报、平安证券研究所

1.2 制氧机和电子血压计等 OTC 产品确保了公司的高速发展

2010 年公司的 OTC 产品销售收入占总收入的 80%以上，目前已有 400 多家经销商，覆盖 2 万家以上的药店，1000 多个直控终端，公司的家用医疗产品通过强大的终端渠道迅速覆盖目标市场。正是因为当前医用设备家用化和人们的消费升级的趋势推动了相关产品需求的增长。

占公司销售收入比例最大的产品是家用小型分子筛制氧机，我们预计 2011 年该产品销量将达到 18 万台，销售收入超过 3.5 亿元，占总营业收入的比例约为 27%，同比增长 50%以上。公司制氧机产品于 2010 年通过 FDA 认证后，通过 OEM 进入全球最大的制氧机市场美国。公司将通过外观设计和相应智能化、精细化技术的提升，确保制氧机出口保持较高速的增长。目前公司的制氧机产能为 20 万台，募投产能 12 年达产后将摆脱产能限制。

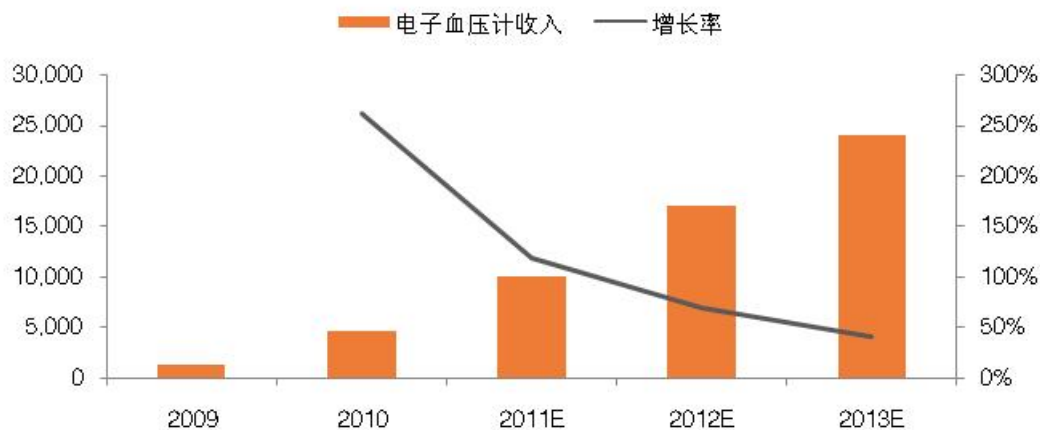
图表2 公司制氧机产品收入及增长率预测（单位：万元）



资料来源：平安证券研究所

公司的电子血压计产品自 2008 年推出后通过强大的终端销售渠道迅速推向市场,不到三年时间销售额就与传统血压计持平,迅速打破进口产品的垄断地位,国内市场占有率排名第二,仅次于欧姆龙,预计 2011 年收入超过 1 亿元,未来将继续替代传统的汞柱式产品,保持高速增长。

图表3 公司电子血压计收入及增长率预测（单位：万元）

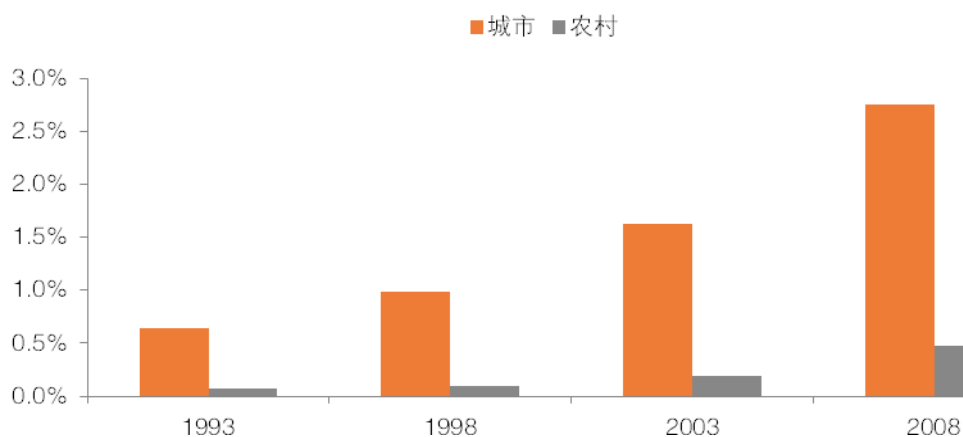


资料来源：平安证券研究所

1.3 血糖仪、空气净化器等新产品的推出将延续公司的稳定增长

随着居民消费水平的不断提高,优越的物质生活和缺少运动导致糖尿病及其并发症成为影响人类健康的重大疾病之一。根据中华医学会统计数据,我国糖尿病人数占到全球的 1/3,可能已经成为全球糖尿病人数最多的国家。从 1993 年到 2008 年,我国城市糖尿病患病率增长了 4 倍,农村患病率增长了接近 7 倍,未来我国糖尿病患病率还将不断扩大,中华医学会预计我国每年将新增糖尿病患者接近 100 万例,因此血糖仪的市场空间十分巨大。

图表4 我国居民糖尿病患病率快速增长

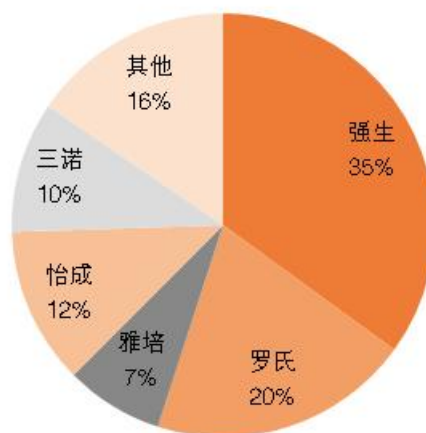


资料来源：中华医学会、平安证券研究所

作为家用医疗器械市场的最大品种，公司的血糖仪及试纸产品预计将于 2012 年一季度推出，目前国内该产品市场已经超过 20 亿元，目前国内企业只占据 30% 左右的市场份额，且需求仍在高速增长，市场潜力巨大。公司血糖仪及试纸的稳定性已经达到国内先进水平，产品推出后将通过强大的终端渠道迅速覆盖目标市场。

该产品的销售模式主要是通过赠送仪器来带动耗材血糖试纸的销售，欧美发达国家的检测频率是一天三次，而我国平均一周仅为两次左右。公司的血糖仪将率先在一线城市进行投放，因为一线城市居民具备更高的消费能力，能保证一定的试纸消耗量。假设单个病人每周测试 7-10 次，国产试纸的出厂价大约在 1.2-1.5 元，那么单个病人一年带给公司的收入即能收回机器的成本。随着二三线城市居民消费能力的不断提升，公司再进行全面的推广。

图表5 国内血糖仪市场份额示意图



资料来源：三诺生物招股说明书、平安证券研究所

公司的新产品空气净化器整合了消毒灭菌、加湿、过滤等一系列功能，凭借强大的家用健康产品销售渠道，满足了消费者改善室内空气质量的需求，我们预计其将复制家用制氧机产品的发展路径，成为下一个增长的亮点。

二、收入及盈利预测

2.1 分产品收入预测

图表6 分产品收入成本预测

单位：百万元		2010	2011E	2012E	2013E
康复护理类	收入	494	652	835	1086
	YOY	-	32.0%	28.0%	30.0%
	成本	343	455	560	706
	毛利率	30.7%	30.2%	33.0%	35.0%
医用供氧类	收入	253	430	675	1040
	YOY	-	70.0%	57.0%	54.0%
	成本	154	266	439	707
	毛利率	39.3%	33.6%	33.3%	32.5%
医用临床器械	收入	135	202	287	390
	YOY	-	50.0%	42.0%	36.0%
	成本	76	112	162	227
	毛利率	43.8%	44.3%	43.5%	41.8%
合计	收入	882	1284	1797	2516
	YOY	-	45.7%	39.9%	40.0%
	成本	572	834	1161	1640
	毛利率	35.2%	35.1%	35.4%	34.8%

资料来源：平安证券研究所

2.2 盈利预测

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.60，0.83 和 1.15 元，对应 12 月 22 日收盘价 19.96 元的 PE 分别为 33.3，24.0 和 17.4 倍。我们看好公司的长期发展，维持“推荐”评级。

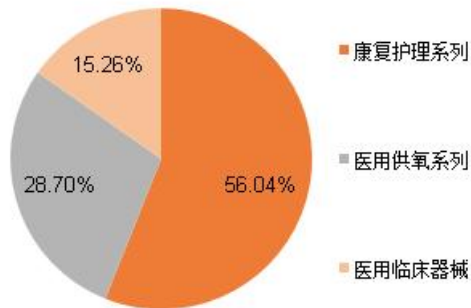
三、核心信息附录

3.1 公司业务概要

公司是国内最大的康复护理和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业，生产的产品共计 36 个品种、225 个规格，是国内同行业生产企业中产品品种最丰富的企业之一。2010 年公司康复护理系列、一用供养系列和一用临床器械分别贡献了 56.04%、28.70%和 15.26%的收入。公司秉承做专做精的理

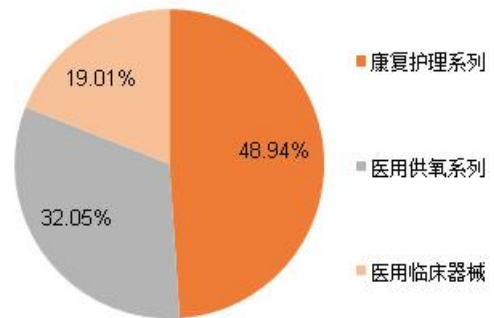
念，力争每个主要产品做到行业前三名，目前公司前六大产品有制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器五个产品的市场占有率达到国内第一、轮椅车的市场占有率国内第二。

图表7 产品收入占比（2010年）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

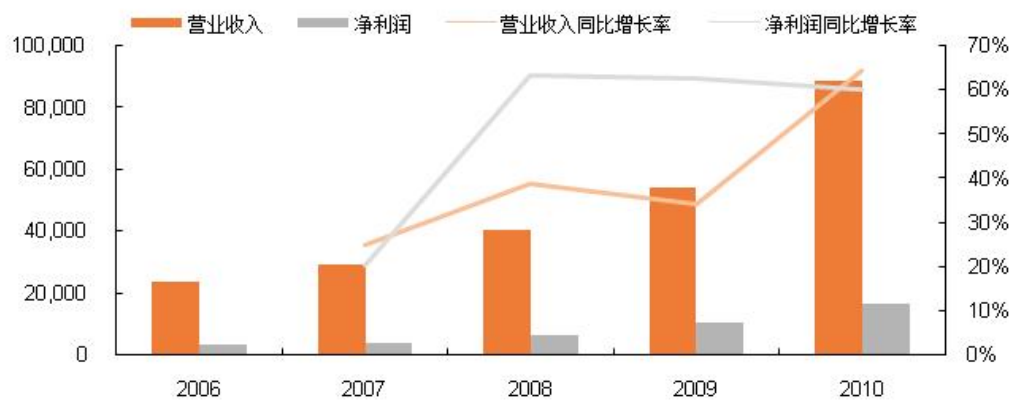
图表8 产品毛利占比（2010年）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

2010 年由于公司传统产品的市场进一步拓展以及新产品销售额增长，使得营业收入同比增长 64.3%，归属母公司净利润同比增长 60%。

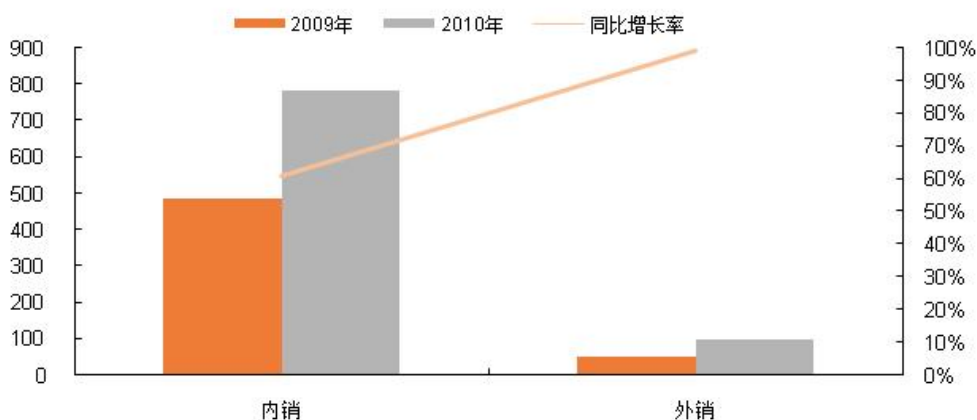
图表9 07-10年公司营业收入和净利润增长情况（单位：万元）



资料来源：招股说明书及公司年报，平安证券研究所

从销售区域看，绝大部分为国内收入，2010 年占比为 88.83%。公司外销产品主要为铝制氧气阀，2010 年由于受主要市场欧美国家经济复苏的影响，外销营业收入增长较为强劲。

图表10 主营业务分地区情况（单位：百万元）

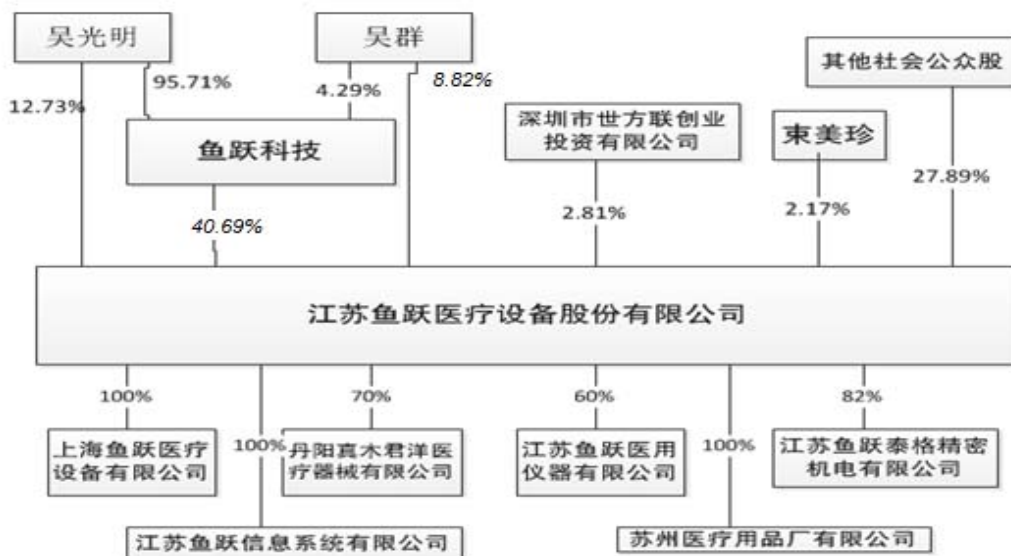


资料来源：公司年报，平安证券研究所

3.2 股权结构和子公司情况

公司控股股东为江苏鱼跃科技发展有限公司，持有公司 40.69%的股份。江苏鱼跃科技发展有限公司由吴光明和吴群共同出资设立，其中吴光明持有鱼跃科技 95.71%的股权，另外直接持有公司 12.73%的股权，是公司的实际控制人。

图表11 公司股权结构图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表12 2010年子公司情况（单位：万元）

子公司	持股比例	资产总额	资产净额	净利润	经营范围
上海鱼跃医疗设备有限公司	100%	1323.32	779.59	-62.16	销售医疗器械，金属材料
丹阳真木君洋医疗器械有限公司	70%	60.44	-114.09	-16.79	生产销售医疗电动床和其他医疗器械
江苏鱼跃医用仪器有限公司	60%	2898.37	1915.75	150.22	生产销售医用仪器、体温计、温度表
江苏鱼跃泰格精密机电有限公司	82%	404.94	145.42	-64.32	电子计算机控制器、工业控制器、集成电路的设计、加工、制造
江苏鱼跃信息系统有限公司	100%	6397.47	6141.02	3144.42	软件的开发及销售
苏州医疗用品厂有限公司	100%	7490.10	5845.37	936.77	生产、加工、销售针灸针、针灸器械、医疗器械、家用保健器械及电子产品、可吸收缝合线、采血系列产品等

资料来源：公司年报，平安证券研究所

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	708	1017	1464	2077
现金	333	507	726	1061
应收账款	145	204	290	403
其他应收款	9	13	18	25
预付账款	22	22	38	49
存货	193	252	374	509
其他流动资产	6	20	18	30
非流动资产	356	335	314	293
长期投资	5	5	5	5
固定资产	232	236	228	215
无形资产	51	50	49	48
其他非流动资产	67	44	32	24
资产总计	1063	1352	1778	2369
流动负债	172	216	303	424
短期借款	24	0	0	0
应付账款	123	177	250	349
其他流动负债	25	40	53	75
非流动负债	12	12	12	12
长期借款	9	9	9	9
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	184	228	315	436
少数股东权益	8	8	9	10
股本	256	409	409	409
资本公积	345	192	192	192
留存收益	271	515	854	1323
归属母公司股东权益	872	1116	1454	1923
负债和股东权益	1063	1352	1778	2369

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	66	183	196	299
净利润	161	245	340	470
折旧摊销	22	20	21	22
财务费用	3	-16	-25	-36
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-123	-65	-138	-155
其他经营现金流	5	1	-1	-0
投资活动现金流	-92	-1	-1	-1
资本支出	95	0	0	0
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	3	-1	-1	-1
筹资活动现金流	218	-8	25	36
短期借款	-4	-24	0	0
长期借款	-11	0	0	0
普通股增加	101	153	0	0
资本公积增加	150	-153	0	0
其他筹资现金流	-18	16	25	36
现金净增加额	191	173	220	335

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	884	1,284	1,797	2,516
营业成本	572	834	1,160	1,640
营业税金及附加	4	7	9	13
营业费用	54	78	109	153
管理费用	76	107	155	217
财务费用	3	-16	-25	-36
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	-1	0	-0	-0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	171	273	376	527
营业外收入	13	9	11	10
营业外支出	4	2	3	3
利润总额	181	280	384	535
所得税	19	35	45	65
净利润	161	245	340	470
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	161	244	339	469
EBITDA	196	277	372	513
EPS (元)	0.39	0.60	0.83	1.15

主要财务比率

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	64.3%	45.3%	39.9%	40.0%
营业利润	50.2%	59.5%	37.8%	40.3%
归属于母公司净利润	60.0%	51.6%	38.8%	38.5%
获利能力				
毛利率(%)	35.2%	35.1%	34.9%	34.8%
净利率(%)	18.2%	19.0%	18.8%	18.6%
ROE(%)	18.5%	21.9%	23.3%	24.4%
ROIC(%)	17.2%	20.0%	21.2%	22.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	17.3%	16.9%	17.7%	18.4%
净负债比率(%)	17.80%	3.84%	2.78%	2.01%
流动比率	4.10	4.71	4.83	4.90
速动比率	2.99	3.54	3.60	3.70
营运能力				
总资产周转率	1.04	1.06	1.15	1.21
应收账款周转率	8	7	7	7
应付账款周转率	5.95	5.56	5.49	5.48
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.60	0.83	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.45	0.48	0.73
每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.73	3.56	4.70
估值比率				
P/E	73.79	33.27	24.05	17.36
P/B	13.62	10.64	8.16	6.17
EV/EBITDA	59	42	31	23

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257