

报告日期：2011年12月29日

鱼跃医疗(002223)

——渠道为王

基础数据

总股本(百万股)	408.93
流通A股(百万股)	365.44
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	72.98

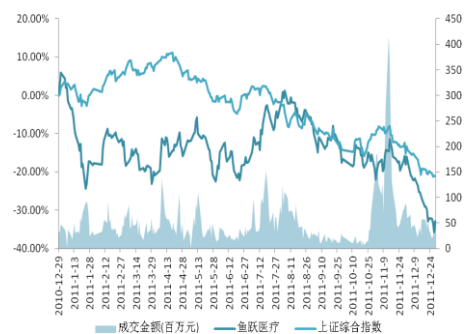
公司评级

所属行业	医疗器械
公司股价	19.97元
投资评级	增持

风险因素

- 1、新产品放量低于预期
- 2、原材料涨价、人力成本上升

公司市场表现



医药行业研究员：宋文昭
 执业证书编号：S0990511010004
 E-mail: songwz@ydzq.sgcc.com.cn

注：文娟对本报告有重要贡献
 从业资格证书编号：S0990110110001
 联系电话：0755-83007039
 E-mail: wenjuan@ydzq.sgcc.com.cn

报告概要：

- ◇ **医疗器械大行业前景看好**：近十年，全球医疗器械市场发展迅速，我国医疗器械行业起步较晚，但发展较快、增长潜力大。在新医改的政策驱动及政府投入增大等外力推动下，结合人口老龄化、消费升级等内生动力的双重促进，将极大地推动基层医疗体制的建设，刺激中低端医疗器械市场需求，预计未来五年行业增长率将维持在30%左右。
- ◇ **家用医疗保健器械——大行业中的佼佼者**：家用医疗保健器械主要涉及家用检测、治疗、保健及康复护理。家用医疗保健器械的普及率，在一定程度上反映一国居民的生活质量和消费水平。随着我国居民收入的提高，“防患于未然”等健康保健意识越来越为人们所重视。加上人口老龄化问题加剧，家用医疗保健器械在我国的市场增长不容小视。而人口老龄化、消费升级成为促进行业增长的主要动因。
- ◇ **渠道为王——鱼跃医疗**：家用医疗保健器械相对于其他医疗器械而言，技术壁垒较低，可复制性较高，造成我国行业内企业数量较多、规模较小的局面。在此行业格局下，对销售渠道的掌控成为制胜的关键，品牌影响力、产品丰富度、规模效应带来的低成本优势则成为高增长的保障。行业龙头鱼跃医疗，在此几方面的优势使其具有较强的增长潜力和较大的发展空间。强大的营销网络及对渠道的掌控是鱼跃医疗最大的优势。医院耗材、出口业务、新产品投放成为公司增长新亮点。
- ◇ **盈利预测及估值**：我们看好公司的中长期增长，预计高值耗材和新产品投放对业绩的贡献将在2012年下半年突显，届时业绩超预期值得期待。预计2011-2013年公司的EPS分别为0.61、0.88、1.22元，对应12月29日收盘价19.97元，PE分别为33、23、16倍。给予公司“增持”评级。
- ◇ **风险因素**：新产品放量低于预期；原材料涨价、人力成本上升。

一、医疗器械大行业前景看好

近十年，全球医疗器械市场发展迅速，销售总额从2001年1870亿美元上升至2009年的3553亿美元，复合增长率8.35%。我国医疗器械行业起步较晚，但发展较快。市场规模由2000年不到200亿，迅速增长到2009年的812亿元人民币，复合增长率21%，超过同期药品市场规模增长速度。据FROST&SULLIVAN预测，我国医疗器械市场2015年将达到537亿美元。

我国医疗器械行业增长潜力大：人均卫生费用支出占GDP比重：我国约5%，美国16%；医疗器械市场规模在药品市场总规模的占比：我国14%，全球水平42%；人均卫生费用支出：我国108美元/人，美国7285美元/人，日本2753美元/人，欧洲国家大多在4000美元/人以上。

在新医改的政策驱动及政府投入增大等外力推动下，结合人口老龄化、消费升级等内生动力的双重促进，将极大地推动基层医疗体制的建设，刺激中低端医疗器械市场需求，预计未来五年行业增长率将维持在30%左右。

二、家用医疗保健器械——大行业中的佼佼者

家用医疗保健器械主要涉及家用检测、治疗、保健及康复护理，具体产品包括血压计、血糖仪、治疗仪、牵引器、制氧机、睡眠呼吸机等。

家用医疗保健器械的普及率，在一定程度上反映一国居民的生活质量和消费水平。目前，美国、欧洲、日本等发达国家需求量占全球市场80%以上。随着我国居民收入的提高，“防患于未然”等健康保健意识越来越为人们所重视。加上人口老龄化问题加剧，家用医疗保健器械在我国的市场增长不容小视。美国《财富》杂志亦曾预测家庭医疗保健器械位居未来十年增长最快的十大行业之首。

人口老龄化、消费升级成主要动因

我国60岁及以上老年人口在2010年已达1.78亿，占总人口比重13.26%，与2000年第五次全国人口普查相比上升2.93个百分点。我国人口老龄化问题已日益凸显，随着老龄人口的逐渐增多，将显著促进医疗保健需求和医疗费用支出的增长，各种保健类、康复类医疗器械市场受益明显。

与此同时，随着我国居民生活水平的提高，健康意识的增强，“预防为主”的观念已逐渐深入人心。近年来城乡居民医疗保健支出逐年提升，城镇、农村居民保健支出从2000年的318亿和88亿，分别增长至2009年的856亿和288亿。农村居民保健支出占消费性支出百分比更在2009年达到7.2%，超过城镇居民消费占比7%的水平。人口老龄化与居民消费升级二者相辅相成，共同促进家用医疗保健器械市场快速增长。

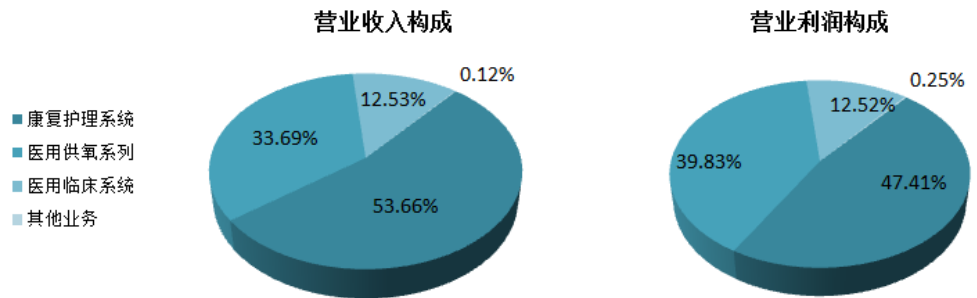
三、渠道为王——鱼跃医疗

家用医疗保健器械相对于其他医疗器械而言，技术壁垒较低，可复制性较高，这也造成我国家用医疗保健器械行业内企业数量较多、规模较小的局面。在此行业格局下，对销售渠道的掌控成为制胜的关键，品牌影响力、产品丰富度、规模效应带来的低成本优势则成为高增长的保障。行业龙头鱼跃医疗，在此几方面的优势使其具有较强的增长潜力和较大的发展空间。

鱼跃医疗主要产品包括康复护理系统（听诊器、血压计、轮椅车等）、医用供氧系列（主要为制氧机）和医用临床器械系列（缝合线、X光机、全科诊断等）。

今年1-9月份实现营业收入8.85亿，同比增长35%，扣非后净利润1.42亿，同比增长31.2%。2007年以来，公司已连续三年实现60%以上增长，并预计今年全年业绩增长50%以上。康复护理系统仍然是公司收入的主要贡献点，中期数据反映，医用供氧系列收入占比由10年的28.6%上升至33.7%。

图1：2011年中期营业收入、利润构成



数据来源：公司年报 英大证券研究所整理

强大的营销网络及对渠道的掌控是鱼跃医疗最大的优势。家用医疗器械的销售以零售为主，公司在OTC领域的优势非常明显。销售网络覆盖全国34个省、直辖市、自治区6000多家医院和药店，拥有800多个销售专柜，150多家一级经销商和300多家二、三级经销商，并提供3个售后服务中心、150多个售后服务站和800条免费电话系统。十多年的品牌积累和市场拓展使公司建立起庞大的销售网络，拥有强大的渠道掌控力，成为公司可持续发展的重要驱动因素。

在强化OTC领域优势的同时，公司亦积极拓展医院销售渠道。目前公司医院市场销售人员约100人，占公司全部销售人员22%左右。医药销售渠道的拓展，将有利促进公司中长期业绩增长。

医院耗材、出口业务、新产品投放成为公司增长新亮点

在传统业务稳步增长的同时，公司将战略眼光投向毛利相对更高的高值耗材产品。医用耗材市场空间大，随着入院人数、手术量的增加，市场有望保持高增长。公司除了在苏州设立研发中心主攻高值耗材外，今年10月公告以200万收购镇江康利医疗器械有限公司20%股份，同时增资1000万，交易完成后占股60%。镇江康利专业从事耗材类器械产品生产、销售，主要产品包括一次性使用无菌注射器、一次性使用无菌溶液注射器、一次性使用无菌溶药针、一次性使用输注泵。公司11年上半年医用临床系列收入占比12.53%，增长空间较大，本次并购符合公司充实医用耗材产品线的发展战略，将有效促进医用耗材产品销售增长。

公司之前受产能影响，重点拓展国内市场。随着公司综合实力的增强，对海外市场的拓展力度亦逐步加强。近日，公司公告将通过子公司苏州医疗用品厂收购其供应商苏州华佗医疗器械有限公司和信阳中原医疗器械有限公司各50%的股份，并购完成后苏州华佗和信阳中原将成为苏州医疗的全资子公司。“华佗牌”针灸针是苏州医疗的核心产品，在国内外有一定的知名度，其中销量较大的套管针主要面对海外市场。虽然目前收入基数不大，但未来前景可观。公司2011年上半年实现外销收入8034.81万元，同比增长78.15%，收入占比13.19%。公司轮椅和制氧机出口放量亦值得期待，随着出口产品及出口国家的增加，12年有望实现高速增长。

公司储备的新产品主要包括血糖仪及其试纸、空气净化器、睡眠呼吸机，其中，血糖仪及其试纸预计明年一季度推出，是目前市场最期待的产品之一。新产品的推出亦将充分体现公司的渠道优势，铺货速度快，并可分摊固有的销售成本。凭借公司现有的强大渠道和营销模式，市场普遍预期新产品投放市场后将迅速放量，成为公司业绩贡献的又一亮点。

四、盈利预测及估值

我们看好公司的中长期增长，预计高值耗材和新产品投放对业绩的贡献将在2012年下半年突显，届时业绩超预期值得期待。预计2011-2013年公司的EPS分别为0.61、0.88、1.22元，对应12月29日收盘价19.97元，PE分别为33、23、16倍。给予公司“增持”评级。

风险因素

- 1、新产品放量低于预期
- 2、原材料涨价、人力成本上升

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为5-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价跌幅为5%以上