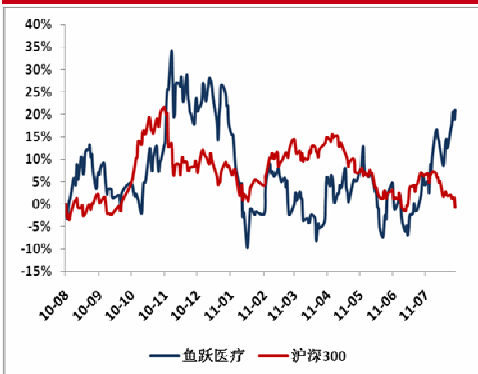




鱼跃医疗 (002223): 业绩增长稳定, 外延式并购潜力大

近一年该股与沪深 300 指数走势



基础数据

总股本(百万股)	408.93
实际流通 A 股(百万股)	365.44
实际流通 A 股市值(亿元)	106.34

研究员 张文刚

投资咨询证书号 S0620511010008

研究员 成惠芝

电话 025-83367888-3006

邮箱 chenghuizhi@126.com

● 内容提要

公司评级: 推荐

- 半年报符合预期, 保持高增长态势: 鱼跃医疗公布了一份比较靓丽的半年报, 2011年上半年公司实现营业总收入6.09亿元, 同比增长40.17%, 归属于母公司净利润为1.21亿元, 同比增长50.03%, 每股收益为0.30元, 业绩符合我们之前的预测。
- 近期我们对公司进行了调研, 与副总陈坚进行了交流, 主要观点如下:
 - 1.今年利润增速保持50%问题不大, 明后天仍能保持高增长, 但增速会略有下滑。
 - 2.出口保持强劲增长的态势。外延式成长初见成效, 未来会寻求比较好的品种进行收购。
 - 3.新建产能将陆续投产, 下半年准备投放血糖仪、空气净化器等产品。
- 盈利预测: 未来两年公司仍然可以保持快速增长, 增长动力主要来自于医疗器械行业的快速发展以及公司外延式扩张并购的推动。我们预测公司2011~2013年的EPS分别为: 0.60元、0.88元和1.19元, 对应PE分别为: 48.40倍、33.17倍和24.54倍, 给予推荐评级。
- 风险提示
 - 1.并购和扩张存在很大的不确定性。
 - 2.耗材领域的销售进展缓慢; 人才流失对公司的影响。

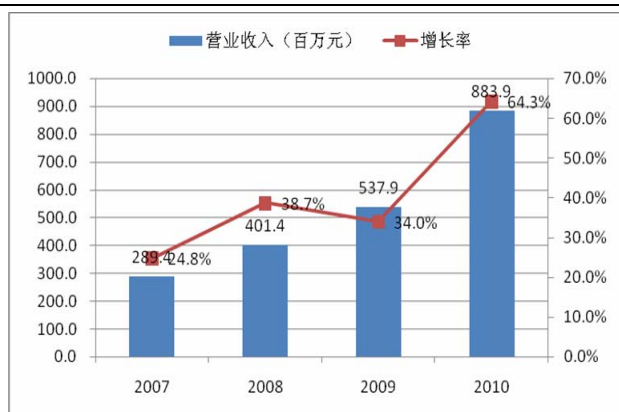
主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	883.9	1256.5	1714.4	2272.5
同比增长	64.5%	42.5%	36.4%	32.6%
净利润(百万元)	161.0	245.8	358.7	484.9
同比增长	59.4%	52.7%	45.9%	35.2%
稀释后每股收益(元)	0.39	0.6	0.88	1.19
P/E	73.97	48.4	33.17	24.54

一、 半年报符合预期，保持高增长态势

鱼跃医疗是国内最大的康复护理和医用供氧医疗器械生产企业。主要产品制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器和轮椅的市场占有率位居全国领先地位。

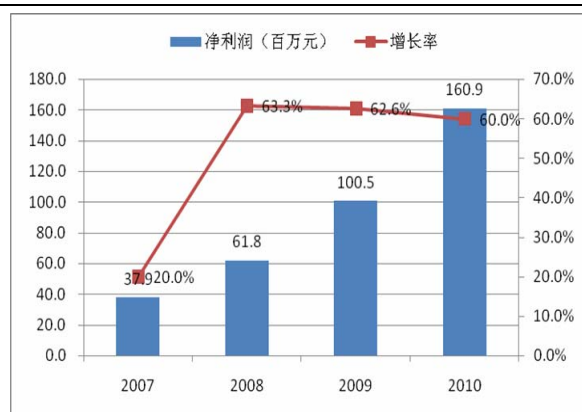
鱼跃医疗公布了一份比较靓丽的半年报，2011年上半年公司实现营业总收入6.09亿元，同比增长了40.17%，归属于母公司净利润为1.21亿元,同比增长50.03%，每股收益为0.30元，业绩符合我们之前的预测，高增长态势延续。其中康复护理系列、医用制氧系列、医用临床器械三大业务线分别同比增长了27.77%、66.33%、39.85%。主要原因是公司在品牌管理和研发等环节的综合竞争优势全面发挥，竞争能力加速增强，同时不断开拓新型产品市场领域，实现销售收入继续保持较快的增长速度。另外，公司管理层采取的管理措施严格有力，缓解了原材料价格上涨和劳动力成本上涨带来的压力。

图表 1：公司近四年的营业收入和增长率



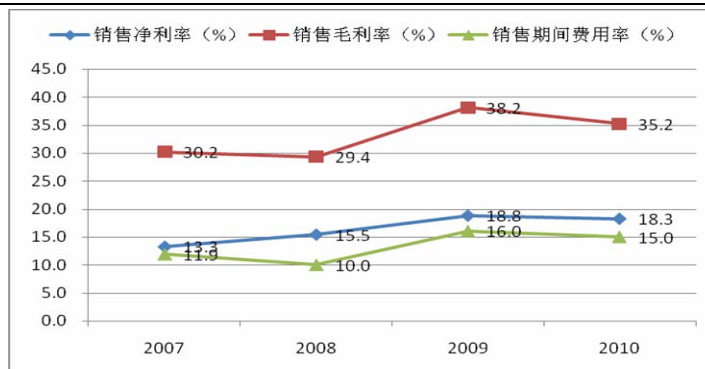
资料来源：WIND，南京证券研究所

图表 2：公司近四年的净利润和增长率



资料来源：WIND，南京证券研究所

图表 3：公司近四年的盈利水平



资料来源：WIND，南京证券研究所

近期我们对公司进行了调研，与副总陈坚进行了交流，主要观点如下：

- 1.今年利润增速保持50%问题不大，明后年仍能保持高增长，但增速会略有下滑。
- 2.出口保持强劲增长的态势。外延式成长初见成效，未来会寻求比较好的品种进行收购。
- 3.新建产能将陆续投产，下半年准备投放血糖仪、空气净化器等产品。

二、产品结构升级，不断提升产品的附加值

康复护理系列产品：今年电子血压计的国内市场占有率将位列第二位，第一为欧姆龙，年销售将达4亿，鱼跃的销售额将达1亿，比去年翻番。电子血压计的出口方面之前一直采用OEM方式（贴牌）出口，但是由于中国的医疗器械品牌在国外接受起来难度较大，国外的售价很低，因此公司开始积极寻找新的销售方式，计划对国外的医疗器械厂商进行并购，利用国外品牌来提高产品附加值；轮椅产品方面，内销和外销都比较火爆，但是公司的产能不足以保证所有的订单生产，接下来公司将对品种和订单都进行优化，毛利差的品种控制在5000台/年，重心放在毛利高的产品上面，实现产品结构升级。

医用供氧系列产品：制氧机是公司的传统产品，2010年家用制氧机占据了国内60%的市场份额。公司管理层比较重视此产品，研发投入不断加强来完善制氧机产品的性能、提高产品的科技含量，目前小型家用制氧机和医用制氧机的核心部件压缩机现已可以自产，明年制氧机将会推出新品种。预计制氧机今年的产能将达18万台，营业收入达3.5亿元。

医用临床器械产品：公司逐步使用高附加值的数字式X光机代替了原先的单价只有数万元的的高频机。数字式X光机为40-60万/台，定位于民营和县级医院，今年可达销量120台左右；医用缝合线作为公司进入高质医用耗材市场的切口，近2两年销量只有1000万元，增速较低。主要由于公司目前生产缝合针的技术不过硬，依靠山东威高的缝合针配合使用。因此公司计划进入自己的缝合针领域。未来公司将加大医院的销售力度和医用耗材的储备。

三、渠道建设显特色

公司目前的渠道有医院、OTC药店和专卖店三种方式，共有经销商约700家，其中负责OTC的经销商450~500家，临床约200家。未来继续培育主力经

销商，并开辟三四线城市，同时加强院线渠道营销体系建设，为新领域产品迅速打入市场，占据市场份额，改变市场格局做好充分准备。一方面，下半年公司将继续拓展大型连锁药店的主力经销商，拓宽公司产品进入当地的主流销售的通路，完善OTC渠道建设；另一方面，公司继续加大研发投入，开发新产品，利用公司广而深的OTC渠道，保障新产品的销路。

四、出口迎来丰收期，贡献较大业绩

公司出口产品包括氧气阀、轮椅、制氧机等产品，上半年公司实现外销收入8034.81万元，同比增长77.62%。预计全年规模将达2亿元人民币，同比增长超过100%。其中，制氧机出口1.5万台，实现外销收入3000万，超微氧气阀、轮椅、电子针灸针和体温计的外销收入分别为4000万、4000万、1000万和1000万。出口是公司未来发展的一大战略。

公司的康复护理产品外销销路很好，但是前几年由于产能不足，导致公司没有重视外销。现在公司开始加大对外销的投入，并取得了初步成效。以制氧机为例，在美国市场，公司因地制宜，将原先的3L规格改为适合美国客户的5L规格，从而迅速打开美国市场，实现了销量的突破。但是，产能不足依然是公司面临的一个问题，以轮椅产品来说，国外订单目前很火爆，但是由于产能跟不上公司出现欠18万台的订单而来不及生产的情况。因此，接下来解决产能问题将是公司的首要问题。

五、继续加大研发投入，开发新产品，为公司的可持续性发展奠定基础

下半年公司的新产品血糖仪及其试纸将投入市场。血糖仪和试纸是OTC医疗器械中市场规模最大的，全球150亿美元，中国目前约为30亿元，公司短期无法和罗氏、强生竞争，但该品种的市场潜力较大，预计10月份拿到注册证，年底投放市场，未来做大国内市场前三。

今年公司将注册睡眠呼吸机系列产品，该系列产品在国外已进医保，国内的调研结果也显示具备一定的开发价值。空气净化器产品也将于今年投放市场。公司将利用广而深的OTC渠道，保障新产品的销路。同时，多产品也将增强渠道的竞争优势，从而形成良性循环持续促进公司市场竞争力。

六、通过外延式并购完善品种类别

继续推进高质耗材产品的并购，优化产品结构：公司目前在谈的并购项目，看重品相好、市场容量大、具有独特性的医用器械。其中，国内的并购

对象注重与现有产品和销售渠道的通用性，主要针对医用耗材。而国外的并购对象，则主要看重牌子老、名声好但规模较小易于并购的公司，利用其品牌的知名度来提高产品的附加值。下半年公司将加快收购兼并步伐，优化产品结构，未来一年可成型的并购项目有1-2个。

七、未来行业的增长将是公司发展的助推器

在我国，医疗器械产业还是个新兴产业，不论是产能还是研发都远不能满足市场的需求。目前，我国医疗器械与药品的消费比例不到1：5，而在发达国家，这个比例已达到1：1。我国医疗器械产业与发达国家比还存在巨大缺口，未来市场空间发展极为广阔，预计2015年我国医疗器械市场规模将达537亿美元。最新的国家宏观政策表明，“十二五”期间将大力支持国产医疗器械发展，实施集中招标采购时，优先采购国产医疗器械。除此之外，目前我国已经基本进入老龄化初期，将直接扩大医疗器械行业的市场需求容量。公司将有望受益于行业的提升，在内销与外销上实现双重突破。

八、盈利预测与估值建议

未来两年公司仍然可以保持快速增长，增长动力主要来自于医疗器械行业的快速发展以及公司外延式扩张并购的推动。我们认为公司2011~2013年的EPS分别为：0.60元、0.88元和1.19元，对应PE分别为：48.40倍、33.17倍和24.54倍，给予推荐评级。

表 1：公司主营业务分项产品预测表

分产品	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
康复护理系列	370.6	494.2	652.4	848.1	1085.6
YOY		33.4%	32.0%	30.0%	28.0%
毛利率	35.0%	30.7%	31.9%	32.8%	33.2%
医用供氧系列	132.8	253.1	404.9	607.4	850.3
YOY		90.6%	60.0%	50.0%	40.0%
毛利率	39.9%	39.3%	41.3%	42.1%	42.3%
医用临床器械	32.6	134.6	199.2	258.9	336.6
YOY		312.3%	48.0%	30.0%	30.0%
毛利率	65.0%	43.8%	40.0%	43.0%	43.0%
合计营业收入	536.1	881.9	1256.5	1714.4	2272.5
YOY		64.5%	42.5%	36.4%	32.6%
毛利率	38.1%	35.1%	36.2%	37.6%	38.1%

数据来源：WIND,南京证券研究所

表 2：盈利预测表

单位（百万元）

报表项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	537.9	883.9	1256.5	1714.4	2272.5
营业成本	332.7	572.4	801.5	1069.2	1407.7
营业税金及附加	4.1	4.5	6.3	8.6	11.4
销售费用	34.1	53.7	75.4	101.2	130.7
管理费用	51.6	76.2	106.2	140.6	185.2
财务费用	0.6	2.8	-2.0	-1.0	0.0
资产减值损失	3.3	4.1	5.0	6.0	7.0
公允价值变动损益	1.1	-1.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	1.2	1.8	2.0	2.0	2.0
营业利润	113.9	171.1	266.2	391.9	532.6
营业外收支净额	4.2	9.6	10.0	10.0	10.0
税前利润总额	118.1	180.6	276.2	401.9	542.6
所得税	17.0	19.3	29.8	42.6	57.0
净利润	101.1	161.3	246.3	359.3	485.6
少数股东损益	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
归属母公司净利润	101	161	245.8	358.7	484.9
稀释后每股收益(元)	0.25	0.39	0.60	0.88	1.19

资料来源：WIND, 南京证券研究所

➤ **风险提示**

1. 并购和扩张存在很大的不确定性。
2. 耗材领域的销售进展缓慢；人才流失对公司的影响。

法律声明

本报告中的信息均来源于南京证券有限责任公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。