

## 鱼跃医疗 (002223.SZ)

## 医疗器械与用品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

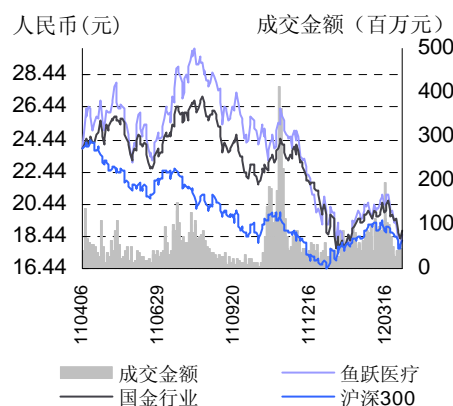
市价(人民币): 18.59元

## 新产品陆续补充, 血糖仪是新增增长点;

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	149.94
总市值(百万元)	7,601.97
年内股价最高最低(元)	30.09/17.61
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

1. 《主导产品增长平稳, 血糖仪是新的增长点》, 2012.3.19

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

叶苏 联系人  
(8621)61038200  
yesu@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.629	0.554	0.630	0.808	1.031
每股净资产(元)	3.41	2.69	3.19	3.73	4.64
每股经营性现金流(元)	0.26	0.24	0.83	0.67	0.87
市盈率(倍)	77.37	37.84	29.51	23.01	18.03
行业优化市盈率(倍)	103.59	43.51	22.11	22.11	22.11
净利润增长率(%)	60.01%	40.73%	13.79%	28.25%	27.61%
净资产收益率(%)	18.45%	20.61%	19.78%	21.64%	22.25%
总股本(百万股)	255.58	408.93	408.93	408.93	408.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 2011年公司实现营业收入11.7亿元, 同比增长32.43%; 营业利润2.18亿, 同比增长27.74%; 归属上市公司股东的净利润2.26亿, 同比增长40.73%; 归属上市公司股东扣非后净利润1.9亿, 同比增长25.16%; 经营活动产生的现金流量净额9697万元, 基本每股收益0.55元。

## 经营分析

- **康复护理系列依然实现较快发展:** 康复系列产品总收入6.98亿, 依然实现了41%的高增长, 约占营业总收入60%; 其中汞柱式血压计、听诊器、轮椅等传统产品步入成熟期, 而电子血压计预计增长约为80%;
- **明星产品制氧机依然是公司稳定的业绩来源:** 公司是国内最大的家用制氧机生产企业, 市场地位稳固。2011年全年制氧机销售额约占整体销售收入的30%, 同比增长约40%, 是公司稳定的利润来源。制氧机最大的消耗国是美国、日本和欧洲, 产地都逐步往中国转移, 2011年公司的外销运作取得较好的成效, 预计今年的外销将会获得较快增长;
- **加强OTC渠道建设, OTC业务继续高增长:** 公司已与全国多家大型连锁药店进行合作销售, 进一步完善OTC销售网络, 并依托该销售平台不断推广新产品; 公司将在2012年继续布局OTC终端, 计划新增350个鱼跃专柜, 保障产品销售业绩稳步增长, 并不断提升品牌力;
- **新品血糖仪是公司的业务增长点:** 公司的新产品不断补充, 血糖仪产品于2012年初拿到注册证, 现在已经开始在终端进行铺货。由于血糖试纸属于需要长期重复购买的耗材, 对患者具有粘性, 因此终端铺货面越广, 患者购买越方便。公司血糖仪产品性价比最优, 今年的销售额目标实现盈亏平衡; 三年规划成为国产血糖仪第一品牌;

## 盈利调整

■ 我们调整公司2012-2014年EPS分别为0.63元、0.808元和1.031元。

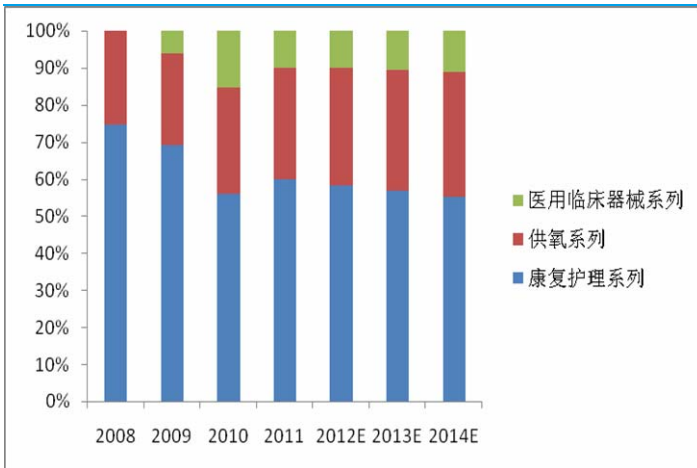
## 投资建议

■ 作为中小型医疗器械领域的龙头企业, 公司的家用康复护理系列产品和制氧机经历了几年的高速增长, 传统产品逐步进入平稳增长期, 未来业绩的提升将不断的通过新产品的补充来获得; 血糖仪、空气净化器将是未来3年的增长点。目前股价对应2012年PE29倍, 我们看好公司新产品的拓展, 维持“买入”评级。

### 主要产品仍然以康复和供氧为主

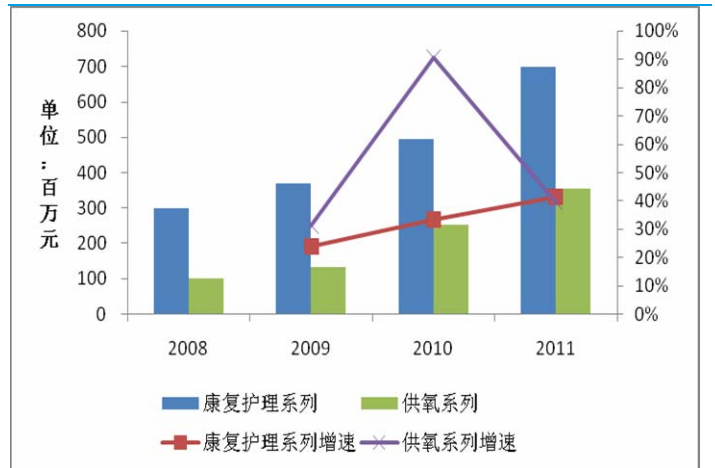
- 公司的主要产品品种分为康复护理系列、医用供氧系列和医用临床器械系列。其中康复系列是最主要的产品，2011年约占总收入的60%，医用供氧系列占30%，临床器械占10%。

图表1: 产品收入占比



来源: 国金证券研究所

图表2: 分产品收入

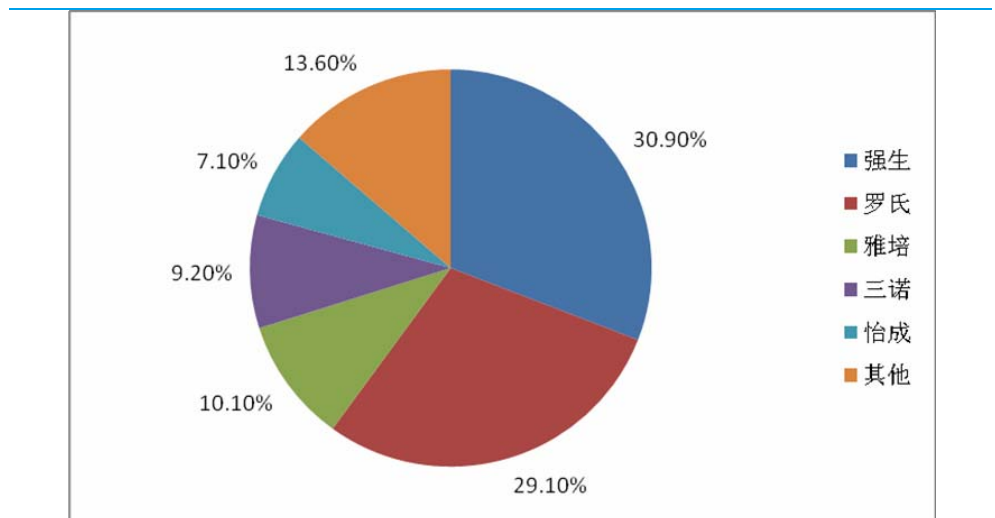


### 血糖仪是未来的亮点

血糖监测产品目前以外资品牌为主，公司具备高性价比

- 进口品牌在医院市场具备显著优势。在专业市场中，进口品牌由于进入时间早、品牌优势强；尤其是大型医院和高等级医院中，进口品牌相对国内品牌，具有更高的市场占有率。血糖仪目前主要竞争格局为外资占主导（70%份额），国产品牌三诺、怡成各10%左右的份额。

图表3: 血糖仪的竞争格局



来源: 公司资料 三诺生物招股书 国金证券研究所

- 2012年2月公司发布公告获得血糖仪产品的医疗器械注册证，注册证是医疗器械产品进入市场的必备条件，公司下一步将全面开展血糖仪新品种的市场推广。
- 公司原有 OTC 渠道终端覆盖面比三诺、怡成广，从产品性能和参数来看，公司的性能与外资品牌基本无差异，试纸反应时间和用量均优于国

产品品牌，终端定价预计比三诺和怡成略高、比外资品牌低；综合看，公司产品的性价比最优。

- 公司血糖仪现在已经开始在终端进行铺货。由于血糖试纸属于需要长期重复购买的耗材，对患者具有粘性，因此终端铺货面越广，患者购买越方便。血糖仪产品今年的销售额目标 4000-5000 万，实现盈亏平衡；三年规划成为国产血糖仪第一品牌。

图表4：鱼跃血糖仪性价比最高

生产厂家	型号	测试范围	测试时间	用量 (ul)	记忆条	京东零售价格	备注
强生	倍优	1.1-33.3	5	1	600	869	单机
强生	倍易	1.1-33.3	5	1	500	469	单机
罗氏	活力型	0.6-33.3	5	1	350	399	含50条试纸
罗氏	卓越型	0.6-33.3	5	0.6	500	748	含50条试纸
雅培	利舒坦	1.1-27.8	7	0.3	250	587	含50条试纸
怡成	超越IPS5	2.2-27.8	30	1.5	10	337	含50条试纸
怡成	超越IPS7	1.7-27.8	20	1.5	256	288	含40条试纸
三诺	安稳型	2.2-27.8	25	3	220	135	含50条试纸
鱼跃		1.1-33.3	8	1	250	200元左右	含50条试纸

来源：三诺生物招股书 网络公开资料 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	3	3	7	8	27
买入	5	6	6	8	21
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.63	1.65	1.57	1.54	1.49

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-18	买入	19.52	65.00 ~ 75.00
2 2010-08-09	买入	24.87	N/A
3 2010-10-20	买入	26.05	N/A
4 2012-03-19	买入	21.04	23.00 ~ 25.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B