

2012年4月24日

黎莹
C0051@capital.com.tw
目标价(元) 21.00

鱼跃医疗(002223.SZ)

Buy 买入

2012年业绩将逐渐向好，继续看好公司长期发展

结论与建议:

鱼跃医疗是我国家用医疗器械行业的龙头企业，在医疗器械行业高速发展的背景下，借助产品和营销优势，看好公司的长期发展。

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2012/4/23)	18.57
深证成份指数(2012/4/23)	10076.05
股价 12 个月高/低	44.9/17.61
总发行股数 (百万)	408.93
A 股数 (百万)	149.94
A 市值 (亿元)	27.84
主要股东	江苏鱼跃科技发展有限公司 (40.69%)
每股净值 (元)	2.85
股价/账面净值	6.52
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	-6.96 0.92 -28.26

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-5-23	25.61	买入

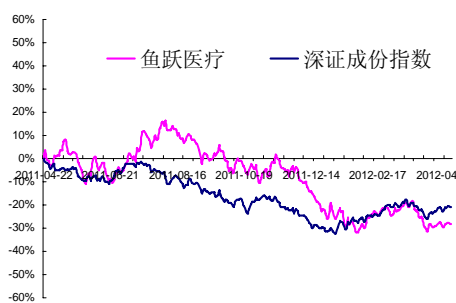
产品组合

康复护理系列	60%
医用供氧系列	30%
医用影像设备系列	10%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	19.53%
一般法人	7.67%

股价相对大盘走势



■ **2012年 Q1 增速放缓:** 2012年 1Q 实现营收 3.26 亿元 (YOY+5%), 实现净利润 0.66 亿元 (YOY+10.4%), 每股收益 0.16 元, 增速放缓, 低于预期。增速放缓主要为: 1、2007-2010 年, Q1 的营收为季度最低, 但 2011 年 1Q 营收为 3.1 亿元, 季度最高, 为高基期导致增速不明显; 2、加大血糖仪等新品的前期推广宣传工作, 销售费用率提高 1.2 个百分点, 短期影响公司业绩。

■ **借力新产品, 2012 年业绩将逐季向好:** 血糖仪、空气净化器和无菌注射器是今年将推出的新产品, 血糖仪已在 2 月底推出, 空气净化器将于 5 月底推出, 无菌注射器预计将于下半年推出。产品均具巨大的市场潜力: 目前国内确诊糖尿病患者将近 1 亿, 通过血糖仪进行自我监测比例在 1.5%~2%, 远低于美国的 95%, 目前血糖检测市场规模在 10-20 亿元, 按照欧美国家进展, 未来市场规模发展有望过百亿; 空气消毒净化器应用较广, 目前规模在 20-30 亿元, 随着 PM2.5 的执行以及公众意识的提高, 发展前景可观。公司可利用已有管道推广铺货, 预计下半年开始有业绩贡献。

■ **销售费用率全年将改善:** 2011 年公司加大了鱼跃专柜和直营店的终端控制, 管道下沉使销售队伍扩张是销售费用大幅上涨, 2012 年 1Q 同时为血糖仪等新品的前期推广宣传工作, 拉动销售费用上涨; 从全年来看, 管道建设此阶段建设基本完成, 产品推广投入趋于稳定, 销售费用率水准将好于去年。

■ **随着管道的不断拓展, 已有产品仍将保持较好成长:** 公司 OTC 销售网络在不断开拓, 鱼跃专柜已达到 1000 个左右, 同时 OTC 销售人员增加 100 人左右。OTC 产品的核心竞争力在于管道的比拼, 在公司管道优势下, 已有听诊系列, 轮椅和制氧机等产品仍将延续较好成长。

■ **盈利预测:** 我们预计 2012/2013 年公司实现净利润 2.60 亿元 (YOY+15%) / 3.38 亿元 (YOY+30%), EPS 为 0.63 元和 0.83 元, 对应 2012/2013 年 PE 分别为 28 倍和 22 倍, 维持“买入”的建议。目标价 21.00 元 (2013PE X25)

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012 F	2013 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	101	161	226	260	338
同比增减	%	62.61%	60.01%	40.73%	14.64%	30.27%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.25	0.39	0.55	0.63	0.83
同比增减	%	62.61%	60.01%	40.73%	14.64%	30.27%
A 股市盈率 (P/E)	X	73	46	33	28	22
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.30	0.30	0.30	0.30
GON 股息率 (Yield)	%	1.11%	1.67%	1.67%	1.67%	1.67%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	538	884	1,171	1,484	1,986
经营成本	333	572	755	955	1,286
主营业务利润	205	312	416	529	700
销售费用	34	54	77	91	121
管理费用	52	76	107	129	173
财务费用	1	3	-3	0	0
营业利润	114	171	218	299	392
补贴收入	5	13	42	8	8
税前利润	118	181	260	307	400
所得税	17	19	33	46	60
少数股东损益	1	0	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	101	161	226	260	338

附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	142	333	330	401	428
存货	89	193	194	231	235
应收账款	82	145	210	156	173
流动资产合计	339	708	868	879	870
长期股权投资	5	5	7	5	5
固定资产	214	273	335	250	298
无形资产及其它资产合计	57	58	70	55	52
资产总计	638	1,063	1,297	1289	1325
流动负债合计	125	172	187	135	174
长期负债合计	30	12	3	20	30
负债合计	156	184	190	155	204
少数股东权益	7	8	9	8	9
股东权益合计	476	872	1,098	1126	1112
负债及股东权益合计	638	1,063	1,297	1289	1325

附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010F	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	96	69	97	120	136
投资活动产生的现金流量净额	-96	-76	-65	-55	-30
筹资活动产生的现金流量净额	-12	182	-34	-26	-31
现金及现金等价物净增加额	-12	175	-4	39	75

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。