

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：邓周宇 S0350112040029

0755-23936039 dengzy@ghzq.com.cn

制氧机快速增长，血糖类产品打牢基础

——鱼跃医疗（002223）调研报告

事件：近日我们调研鱼跃医疗，就血糖仪相关问题与董秘进行交流。

血糖类市场：医院市场非常重要。国内血糖监测市场约40亿的规模，强生占35%的份额，罗氏占20%的份额，雅培占8%的份额；强生血糖类产品在医院的销售额占其总销售额的50%，罗氏达到70%，雅培达到90%以上。医院的重要性高于OTC市场，原因在于1：医院的量大；2：医生的建议对OTC患者的影响大。在医院中，血糖仪被广泛用于内分泌科，神经内科，ICU等科室，医院中试纸的用量大（住院部病人一天数次采样），而且医院的试纸贵，因此医院的市场规模大于OTC市场。同时糖尿病患者一定是先进医院接受医生指导之后才会购买血糖监测类产品，因此患者的消费倾向受到医生的影响远大于其他OTC产品。

血糖类产品的推广：打好市场基础的重要性大于短期放量的结果。血糖类产品首先要从技术上保证大规模生产中试纸的安定性，其次要保证试纸在渠道铺货中的及时性和充裕性。患者对于血糖类产品的宽容度低于其他OTC器械，当出现患者认为某种血糖仪不准（该感受或来自自身经历，或来自医生看法），或者出现终端试纸缺货的情况，则该种血糖仪将很有可能被挤出市场（参考欧姆龙血糖试纸缺货的案例）。血糖类产品放量容易，但是想在市场长期存活却有难度，因此血糖类产品的推广一定是一个渐进的过程，打好市场基础的重要性大于短期放量的结果。

鱼跃血糖仪：主攻高端医院市场，医院带动OTC。鱼跃的传统强项在于OTC市场，其经销商网络和终端覆盖水平处于国内家用医疗器械行业中的最好水平，公司并不担心OTC市场的快速上量。目前更多需要考虑的是医院市场：公司目前运作医院市场的血糖推广团队大约为18人，团队规模还在扩大，推广的思路是从一线城市的高端医院往下推进。考虑到国外一线品牌在高端医院强大的学术推广实力和覆盖力度，公司可能首先会在边缘科室开始突破，然后是主流科室产生突破。未来公司希望通过打开医院市场的空间来带动OTC市场的增长。我们预计今年血糖仪销售额超过4000万，3年内销售额超过1亿。

其他产品：电子血压计和制氧机增长强劲，传统产品平稳增长。公司电子血压计去年销售额超过9000万，增长40%，该产品目前仍然处在快速成长期，终端需求旺盛，未来仍将保持快速增长的趋势。制氧机去年增速接近40%，未来仍将保持快速增长的趋势。因为该产品目前在国内的渗透率还非常低，绝大多数家庭都没有吸氧保健的意识，而吸氧是治疗心肺功能障碍的重要方式，其中，制氧机又是家用吸氧的首选方式，所以，未来随着人口老龄化和保健意识的增强，该产品还会保持快速增长的趋势。另外，公司的在制氧机压缩机的生产工艺日趋成熟，来自海外大厂的订单愈发增加，而海外市场尤其是美国市场是全球最大的市场，公司制氧机产品的市场空间在中短期内不会达到天花板。

12/13年EPS0.52/0.65，维持“增持”评级。我们预计2012-2013年EPS为0.52元、0.65元，同比增长17%、25%，主业同比增长35%、25%，对应动态市盈率29倍，23倍。公司依靠渠道和营销实力以及最为丰富的品类成为国内家用医疗器械领域的龙头企业，充分享受行业高景气度，而公司在临床线的开拓将有可能给公司打开更为广阔的空间，公司使我们长线积极看好的企业，给予“增持”评级。

图 1、盈利预测

证券代码:	002223.sz				股票价格:	18.15	投资评级:	增持		日期:	2012/6/8
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E		
盈利能力					每股指标						
ROE	20%	19%	20%	19%	EPS	0.55	0.50	0.63	0.77		
毛利率	36%	36%	36%	36%	BVPS	2.69	2.56	3.18	3.95		
期间费率	17%	17%	17%	17%	估值						
销售净利率	19%	17%	17%	17%	P/E	32.78	36.28	29.04	23.48		
成长能力					P/B	6.76	7.08	5.70	4.59		
收入增长率	32%	31%	25%	24%	P/S	6.34	6.28	5.01	4.02		
利润增长率	41%	17%	25%	24%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.90	0.95	0.97	0.97	营业收入	1171	1538	1926	2398		
应收账款周转率	3.54	3.54	3.54	3.54	营业成本	755	985	1234	1536		
存货周转率	3.88	3.88	3.88	3.88	营业税金及附加	8	11	14	17		
偿债能力					销售费用	84	110	137	171		
资产负债率	15%	15%	15%	15%	管理费用	107	140	176	219		
流动比	4.64	4.34	4.59	4.89	财务费用	(3)	(3)	(4)	(6)		
速动比	3.60	3.26	3.49	3.77	其他费用/(-收入)	(1)	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	218	294	370	460		
现金及现金等价物	330	326	454	643	营业外净收支	42	10	10	10		
应收款项	330	434	544	677	利润总额	260	304	380	470		
存货净额	194	257	321	400	所得税费用	33	38	48	59		
其他流动资产	13	18	22	27	净利润	228	266	332	411		
流动资产合计	868	1034	1341	1747	少数股东损益	1	0	0	0		
固定资产	300	370	463	537	归属于母公司净利润	226	266	332	411		
在建工程	34	114	104	104	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
无形资产及其他	65	65	58	52	经营活动现金流	97	81	143	181		
长期股权投资	7	7	7	7	净利润	228	266	332	411		
资产总计	1297	1613	1996	2469	少数股东权益	1	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	23	37	44	52		
应付款项	149	197	247	307	公允价值变动	(0)	0	0	0		
预收帐款	12	15	19	24	营运资金变动	(155)	(221)	(232)	(282)		
其他流动负债	26	26	26	26	投资活动现金流	(65)	(150)	(83)	(74)		
流动负债合计	187	238	292	357	资本支出	(62)	(150)	(83)	(74)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(2)	0	0	0		
其他长期负债	3	3	3	3	其他	(2)	0	0	0		
长期负债合计	3	3	3	3	筹资活动现金流	(36)	(2)	(2)	(3)		
负债合计	190	241	295	360	债务融资	(33)	0	0	0		
股本	409	532	532	532	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1107	1371	1701	2109	其它	(3)	(2)	(2)	(3)		
负债和股东权益总计	1297	1612	1996	2469	现金净增加额	(4)	(71)	58	104		

资料来源: 国海证券研究所

【分析师承诺】

马金良，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。