

医疗器械

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

wangwei5@cjis.cn

6-12个月目标价: 21元

当前股价: 17.05元

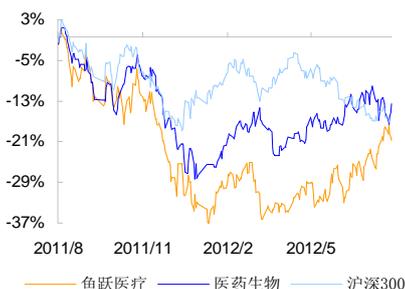
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2114.89
总股本(百万)	531
流通股本(百万)	475
流通市值(亿)	80
EPS	0.55
每股净资产(元)	2.69
资产负债率	14.62%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	11.15	11.54	14.75
医药生物	-0.80	4.65	8.44
沪深300指数	-3.59	-10.14	-8.78



相关报告

鱼跃医疗 - 增速有所放缓, 中长期依然看好

2012-04-05

鱼跃医疗 - 大股东减持压力消除, 中长期看好

2011-11-15

鱼跃医疗 - 三季报符合预期, 后续有3大看点

2011-10-25

鱼跃医疗

002223

强烈推荐

中报符合预期, 基本面基本见底

公司8月19日晚公布半年报: 收入67584万, 同比增10.91%; 净利润13676万, 同比增13.01%; eps0.26元, 符合市场预期。

投资要点:

- **中报符合市场预期, 下半年业绩压力较小。**收入 67584 万, 同比增 10.91%; 营业利润 14545 万, 同比增 11.17%; 净利润 13676 万, 同比增 13.01%; EPS0.26 元, 符合市场预期。电子血压计上半年保持 40%左右的增速, 制氧机全年能达到 30%左右增速。下半年业绩压力相对较小, 主要原因有 2 个: 1、11 年下半年的基数相对较低; 2、原材料成本下降。2 季度毛利率环比同比都大幅提升 3 个百分点以上至 40.46%; 公司还采取了其他降成本措施, 如制氧机压缩机采用自产的;
- **新产品有望逐步发力。**血糖监测产品 8 月份开始逐步大面积推广, 整体进度略低于预期, 主要是血糖试条生产稳定性还在持续改进中。公司目前血糖试条设计产能 1 亿条, 年底之前有望开始上第 2 条生产线。不带消毒功能的空气净化器近期也准备开始推广, 带消毒功能的还在注册中。预计明年上半年开始, 这些新产品将开始贡献利润;
- **海外市场有望突破。**海外市场收入为 7325.9 万, 同比下降了 8.82%, 主要受欧债危机以及美国经济复苏缓慢导致的世界经济低迷的影响。除正常出口外, 有 2 点值得关注: 1.已在泰国设专卖店, 后续越南和马来西亚等地也会陆续开始, 海外市场空间比较广阔; 2.制氧机产业链转移。未来有望帮美国等本土制氧机企业做 OEM 或者 ODM;
- **外延式扩张将成新增长点。**公司过去几年主要靠内生式增长, 未来或变成内生和外延并举; 耗材将是并购的最重要方向, 预计 12 年下半年到 13 年, 公司在并购方面的力度会大幅加强;
- **维持强烈推荐投资评级。**预测 12-14 年业绩为 0.53、0.7、0.9 元, 对应 12 年和 13 年的 PE 为 32.39 倍和 24.48 倍; 考虑到行业向好, 公司竞争力强, 且并购存超预期可能, 维持强烈推荐评级, 6-12 个月目标价 21 元。

风险提示: 新产品推广不达预期风险、并购进度低于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1171	1435	1808	2229
收入同比(%)	32%	23%	26%	23%
归属母公司净利润	226	280	370	476
净利润同比(%)	41%	24%	32%	29%
毛利率(%)	35.5%	38.5%	38.9%	39.4%
ROE(%)	20.6%	20.9%	22.0%	22.6%
每股收益(元)	0.43	0.53	0.70	0.90
P/E	40.03	32.39	24.48	19.04
P/B	8.25	6.78	5.39	4.30
EV/EBITDA	36	27	20	16

资料来源: 中投证券研究所

一、财务数据解读：收入、利润平稳增长

收入和利润平稳增长：收入 67584 万，同比增 10.91%；利润总额增速 13.51%，略高于营业利润增速（11.17%），主要是因为 12 年中期同比多了 350 万左右营业外收入；净利润 13676 万，同比增 13.01%。

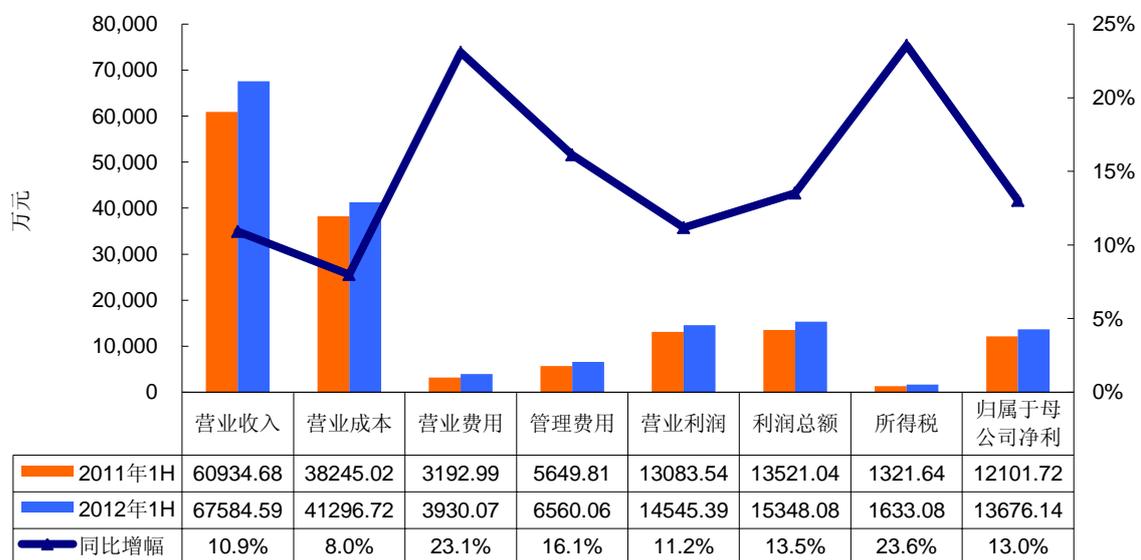
毛利率小幅提升：毛利率从去年中期的 37.24% 提升到 38.9%。单季度来看，2 季度毛利率同比环比都大幅提升 3 个百分点以上，达到 40.46%。主要是跟原材料成本下降有关，另外公司也进行了成本控制，如制氧机基本都采用自产压缩机。

费用率略高于收入增速：营业费用和管理费用分别同比增 23.1% 和 16.1%，高于收入和利润增速。跟公司在报告期内加大市场和研发投入有关系。

管理费用增长主要是研究开发费用的增加所致，上半年研发支持为 4028 万，同比增 24.48%。而扣除研究开发费用后，其他管理费用同比增速为 4.89%。

上半年公司不断完善市场和渠道建设，已新增 150 个鱼跃专柜建设，同时，在南京第一家直营店的基础上，在深圳、成都两个城市新增两家“鱼跃健康之家”直营店；在医院渠道方面，加快医院设备、耗材产品的通道建设，上半年耗材产品销售增长比较明显；血糖仪及其试纸产品顺利上市，下半年将加大推广力度，同时适时推出新品空气消毒净化器。

图 1：鱼跃医疗 12 年中期主要盈利性指标变化



资料来源：公司公告 中投证券研究总部

表 1: 鱼跃医疗季度盈利性数据

财务指标(万)	11年1Q	11年2Q	11年3Q	11年4Q	12年1Q	12年2Q	2Q环比	2Q同比
营业总收入	31020	29914	27566	28551	32595	34989	7.3%	17.0%
营业成本	20243	18002	19057	18183	20465	20832	1.8%	15.7%
营业费用	1158	2035	1751	3408	1612	2318	43.7%	13.9%
管理费用	2574	3075	3145	1898	2620	3940	50.3%	28.1%
财务费用	-24	-165	38	-112	-23	-316	1250.0%	91.4%
营业利润	6438	6646	2895	5871	7134	7411	3.9%	11.5%
利润总额	6862	6659	6225	6300	7523	7825	4.0%	17.5%
所得税	852	469	890	1048	881	752	-14.6%	60.2%
归属于母公司净利润	6002	6100	5326	5214	6628	7049	6.4%	15.6%
EPS	0.23	0.15	0.13	0.13	0.16	0.13	-18.2%	-11.1%
毛利率	34.7%	39.8%	30.9%	36.3%	37.2%	40.5%	3.2%	0.6%
营业费用率	3.7%	6.8%	6.4%	11.9%	4.9%	6.6%	1.7%	-0.2%
管理费用率	8.3%	10.3%	11.4%	6.6%	8.0%	11.3%	3.2%	1.0%
营业利润率	20.8%	22.2%	10.5%	20.6%	21.9%	21.2%	-0.7%	-1.0%
实际所得税率	12.4%	7.0%	14.3%	16.6%	11.7%	9.6%	-2.1%	2.6%

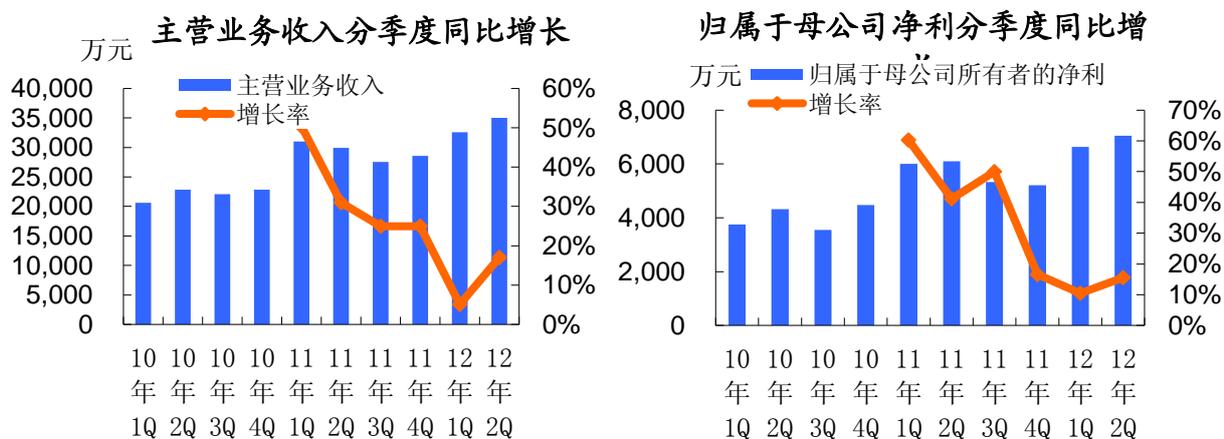
资料来源: 公司公告 中投证券研究总部

2 季度单独来看, 收入和净利润环比分别增 7.3%和 6.4%。2 季度毛利率环比提升了 3.2 个百分点(跟原材料下降有很大关系), 同时营业费用率和管理费用率环比分别也提升了 1.7 和 3.2 个百分点。费用率上升, 跟加大市场推广和研发投入有直接关系。

2 季度财务费用 316 万, 同比环比增幅较大。

2 季度所得税率为 9.6%, 环比下降 2.1 个百分点。

图 2: 鱼跃医疗分季度收入和利润比较



资料来源: 公司公告 中投证券研究总部

从分季度收入和利润来看, 业绩呈现出触底回升的态势。

二、分业务预测

表 2: 鱼跃医疗分业务预测

项目		2011A	2012E	2013E	2014E
康复护理	收入 (百万)	643.33	781.71	934.26	1107.91
	增长率	30.23%	21.51%	19.52%	18.59%
	毛利率	28.90%	32.89%	33.88%	34.96%
医用供氧	收入 (百万)	353.75	426.84	545.89	659.56
	增长率	39.82%	20.66%	27.89%	20.82%
	毛利率	43.63%	46.60%	45.50%	44.50%
医用临床	收入 (百万)	173.31	226.39	327.60	461.90
	增长率	29.34%	30.63%	44.70%	40.99%
	毛利率	43.92%	42.65%	42.48%	42.87%

资料来源: 中投证券研究总部

三、投资建议

总体来看，公司增速与前几年比有所放缓，未来有望维持在 30%左右的利润增速。

主要产品方面：上半年家用制氧机预计增长超过 20%，电子血压计产品增长 40%左右；针灸针和缝合线等耗材业务增长近 50-60%（近 4000 万）。传统产品，如水银血压计和听诊器等产品增速有些放缓，个别产品还略有下滑。空气净化器目前未出货；血糖仪收入目前基数较小，随着试条生产的稳定性逐步提高，下半年有望逐步放量。

12 年全年业绩预计至少在 20%以上，主要因为去年下半年收入和利润基数低，且 12 年毛利率有大幅度提升。13 年业绩除了现有业务之外，还可能会有 3 个拉动，收入增速有可能回到 30%以上：1.血糖仪和空气净化器等产品逐步放量；2.制氧机产业链的转移。为美国大型制氧机企业做制氧机的 OEM 或 ODM；3.并购。后续耗材等并购的概率较高。

我们预测 12-14 年业绩为 0.53、0.7、0.9，对应 12 年和 13 年的 PE 为 32.39 倍和 24.48 倍；考虑到行业向好，公司竞争力强，且并购存超预期可能，维持强烈推荐评级，6-12 个月目标价 21 元。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	868	1178	1480	1959
现金	330	404	535	780
应收账款	210	261	329	406
其他应收款	9	11	14	17
预付账款	13	25	25	34
存货	194	262	306	388
其他流动资产	111	215	271	334
非流动资产	429	448	461	472
长期投资	7	2	2	2
固定资产	300	335	357	372
无形资产	65	65	65	65
其他非流动资产	57	46	38	33
资产总计	1297	1626	1942	2430
流动负债	187	277	246	308
短期借款	0	51	0	0
应付账款	149	182	223	276
其他流动负债	38	44	23	32
非流动负债	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	190	279	249	310
少数股东权益	9	10	11	12
股本	409	532	532	532
资本公积	192	69	69	69
留存收益	497	736	1081	1507
归属母公司股东权益	1098	1337	1682	2108
负债和股东权益	1297	1626	1942	2430

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	97	95	236	317
净利润	228	281	371	478
折旧摊销	27	23	26	30
财务费用	-3	-9	-12	-17
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-136	-202	-158	-181
其他经营现金流	-18	3	7	8
投资活动现金流	-65	-39	-40	-40
资本支出	94	40	40	40
长期投资	1	-5	0	0
其他投资现金流	30	-5	0	0
筹资活动现金流	-34	19	-64	-33
短期借款	-24	51	-51	0
长期借款	-9	0	0	0
普通股增加	153	123	0	0
资本公积增加	-153	-123	0	0
其他筹资现金流	-2	-31	-14	-33
现金净增加额	-4	74	131	244

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1171	1435	1808	2229
营业成本	755	882	1104	1351
营业税金及附加	8	10	13	16
营业费用	84	98	119	143
管理费用	107	131	159	192
财务费用	-3	-9	-12	-17
资产减值损失	2	10	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	218	313	424	546
营业外收入	42	8	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	260	321	424	546
所得税	33	40	53	68
净利润	228	281	371	478
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	226	280	370	476
EBITDA	242	326	439	558
EPS (元)	0.55	0.53	0.70	0.90

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	32.4%	22.6%	26.0%	23.3%
营业利润	27.7%	43.1%	35.7%	28.6%
归属于母公司净利润	40.7%	23.6%	32.3%	28.6%
获利能力				
毛利率	35.5%	38.5%	38.9%	39.4%
净利率	19.3%	19.5%	20.5%	21.4%
ROE	20.6%	20.9%	22.0%	22.6%
ROIC	24.4%	26.7%	31.2%	34.5%
偿债能力				
资产负债率	14.6%	17.2%	12.8%	12.8%
净负债比率	0.00%	18.09%	0.00%	0.00%
流动比率	4.64	4.26	6.01	6.37
速动比率	3.60	3.31	4.77	5.11
营运能力				
总资产周转率	0.99	0.98	1.01	1.02
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	5.54	5.32	5.44	5.41
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.53	0.70	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.18	0.44	0.60
每股净资产(最新摊薄)	2.07	2.51	3.16	3.96
估值比率				
P/E	40.03	32.39	24.48	19.04
P/B	8.25	6.78	5.39	4.30
EV/EBITDA	36	27	20	16

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名; 2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师; 团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号(证券行业唯一一个); 中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 2 年证券行业从业经验, 负责中药研究;

余文心, 医药行业分析师, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434