

医疗器械

署名人: 王威

S0960512090001

0755-82026824

wangwei5@cjis.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

鱼跃医疗

002223

推荐

基本面见底, 13年业绩有望逐季度好转

公司4月15日晚公布年报: 收入13.12亿, 同比增12.11%; 净利润2.44亿, 同比增7.81%; eps 0.46元。分配方案: 拟10派1元。

投资要点:

- **基本面基本见底。**12年收入13.12亿, 同比增12.11%; 净利润2.44亿, 同比增7.81%; 扣非以后净利润2.29亿, 同比增20.4%。毛利为37.25%, 提高近2个百分点, 主要因为产品结构优化、精细化管理控制成本、原材料成本下降等; 制氧机、电子血压计和空气雾化器等保持了20%-30%增速, 制氧机收入近4个亿, 电子血压计近1亿; 华佗针灸针增速超过50%, 预计近7000万, 未来潜力较大。
- **确立家用医疗器械和医用高值耗材为发展方向。**过去业务主要集中在家用器械, 医用耗材(针灸针和缝合线等)和医院器械(DR、全科诊断等)占比较小。公司12年进行了战略梳理, 确立了以“家用医疗器械和医用高值耗材”为发展方向, 预计13年将加快进军医用高值耗材领域, 并购和自主研发有望同步进行;
- **血糖等新产品将逐步发力。**研发费用7108万, 同比增加了27%。2012年实现了血糖仪及其试纸的规模化和空气灭菌消毒净化器的小批量化, 完成了睡眠呼吸机、数字化全科诊断及云系统等新品开发, 启动了真空采血管、刀片、丝线等医用耗材类研发工作。血糖产品品质基本稳定, 已开始大面积推广, 当前主要受限于产能(月产能600多万片), 全年收入有望达到1亿;
- **海外市场增速较慢, 但潜力较大。**受欧债危机影响, 海外增长9.9%。未来在欧美市场有望通过设立国际新品牌并积极寻找国际合作, 逐步改变受制于海外品牌商和渠道商的现状; 在东南亚、非洲、东欧等地区则进行自主品牌销售(12年东南亚等市场自主品牌销售已近4000万), 使海外业务成为公司未来发展新的支撑点。中长期看, 海外市场收入占比达到40%是有可能的。
- **推荐投资评级。**公司作为家用医疗器械龙头, 竞争地位较稳固, 考虑到血糖等新产品的逐步放量以及外延式扩张, 13年有望出现拐点, 业绩有望逐季度好转。我们预测13-15年EPS为0.58, 0.78, 1.01元, 12个月目标价24元, 维持推荐评级。

风险提示: 新产品拓展低于预期风险

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1312	1589	1974	2400
收入同比(%)	12%	21%	24%	22%
归属母公司净利润	244	306	413	535
净利润同比(%)	8%	25%	35%	29%
毛利率(%)	37.3%	38.9%	40.9%	42.3%
ROE(%)	18.8%	19.0%	20.7%	21.3%
每股收益(元)	0.46	0.58	0.78	1.01
P/E	34.91	27.87	20.62	15.94
P/B	6.55	5.30	4.28	3.40
EV/EBITDA	29	23	17	13

资料来源: 中投证券研究总部

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 16.32元

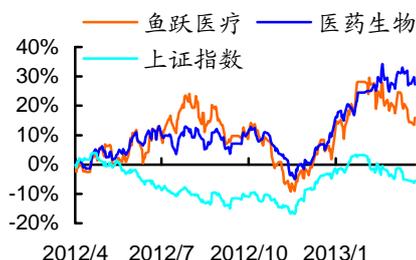
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2225.78
总股本(百万)	532
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	78
EPS	0.36
每股净资产(元)	2.34
资产负债率	16.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	-5.56%	12.16%	3.03%
医药生物	-1.16%	15.82%	15.71%
上证指数	-4.00%	-2.18%	5.23%



相关报告

鱼跃医疗-业绩略低于预期, 13年有望出现拐点-2013-2-26

鱼跃医疗-中报符合预期, 基本面基本见底 2012-8-20

鱼跃医疗-增速有所放缓, 中长期依然看好 2012-04-04

一、收入、净利润小幅增长，基本面见底

1. 利润表基本数据解读

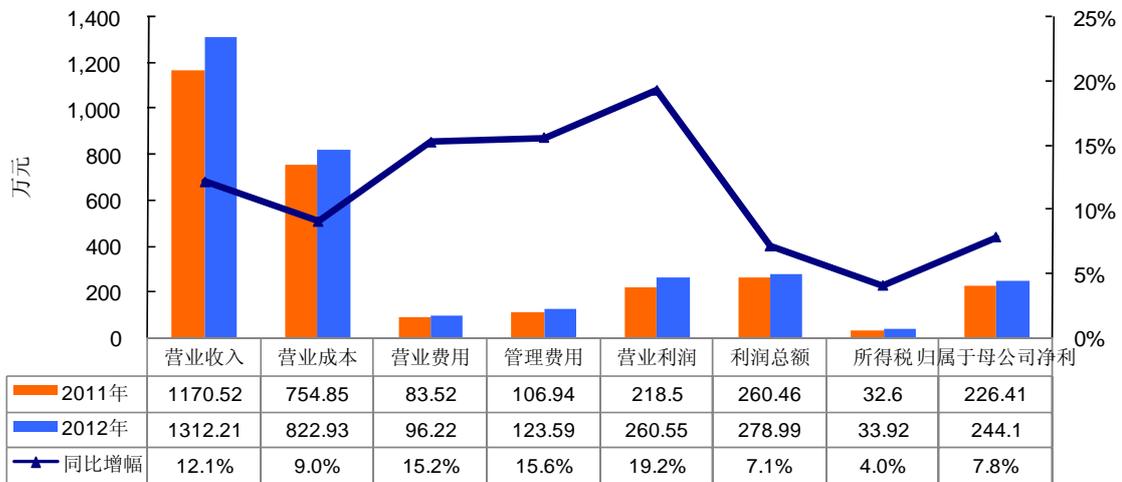
12 年收入 13.12 亿，同比增 12.11%；营业利润 2.6 亿，同比增长 19.2%；净利润 2.44 亿，同比增 7.81%；扣非以后净利润 2.29 亿（11 年营业外收入较多），同比增长 20.4%。

毛利为 37.25%，同比提高近 2 个百分点，主要是得益于产品结构的优化、精细化管理控制成本、原材料成本下降等；

康复护理系列 7.1 亿，同比增 1.76%，毛利率提升 1.33 个百分点；医用供氧系列 4.39 亿，同比增 24.32%，毛利率提升 3.37 个百分点（受益于产品结构优化、精细化管理控制成本、原材料成本下降等）；医用临床系列 1.57 亿，同比增 36.33%，毛利率下滑 6.47 个百分点（主要是因为 DR 产品毛利率下滑和高毛利的全科诊断仪收入因招标少而下降较多）。

制氧机、电子血压计和空气雾化器等保持了 20%-30% 增速，制氧机收入近 4 个亿，电子血压计近 1 亿；华佗针灸针增速超过 50%，预计近 7000 万，未来潜力很大。DR 等产品略有增长，预计在 4000 多万；全科诊断因为招标较少，12 年收入规模预计在 1000 万以下。

图 1：鱼跃医疗 12 年年报主要盈利性指标变化



来源：鱼跃医疗年报 中投证券研究总部

2. 季度盈利数据解读

表 1: 鱼跃医疗的季度盈利性数据

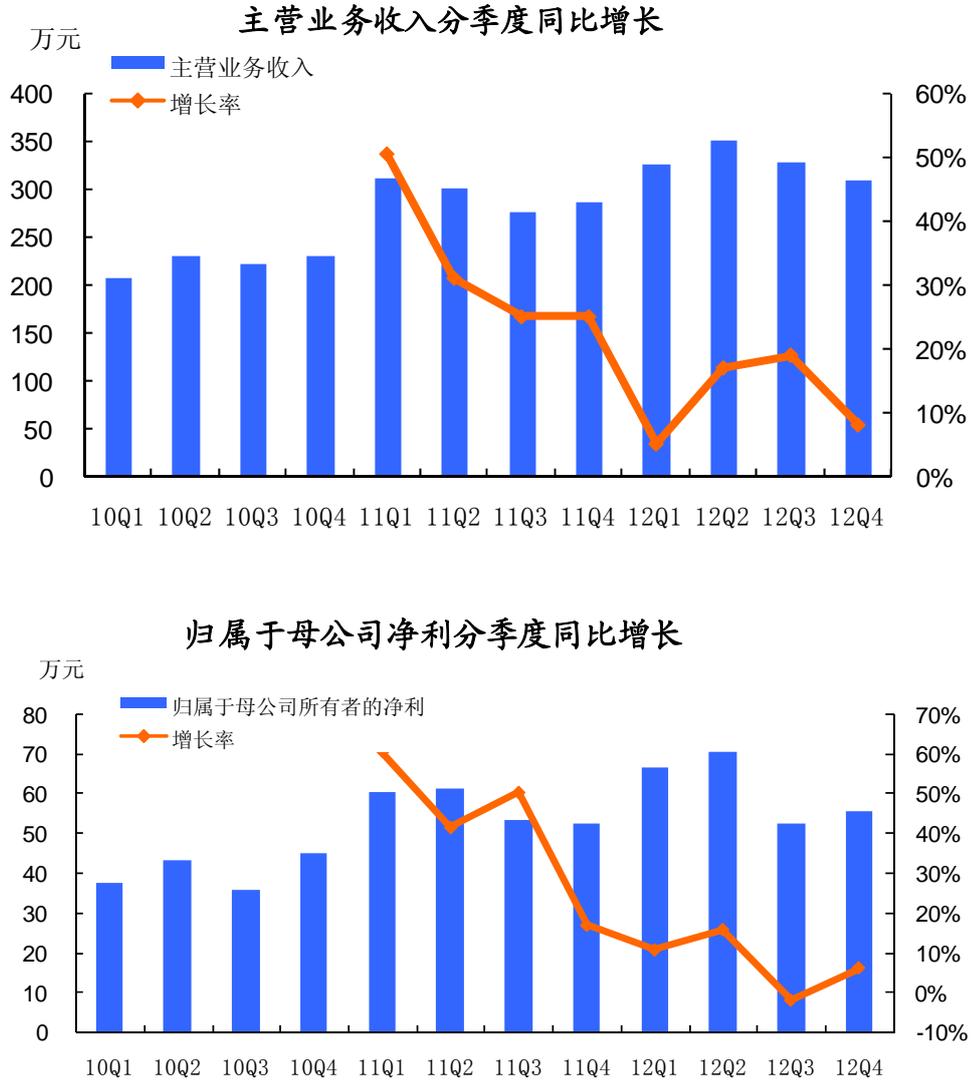
财务指标(万)	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	11 年 4Q	12 年 1Q	12 年 2Q	12 年 3Q	12 年 4Q	4Q 环比	4Q 同比
营业总收入	310	299	276	286	326	350	328	308	-5.9%	8.0%
营业成本	202	180	191	182	205	208	195	215	10.1%	18.1%
营业费用	12	20	25	27	16	23	31	25	-19.1%	-6.0%
管理费用	26	31	32	19	26	39	43	15	-64.8%	-20.3%
财务费用	0	-2	0	-1	0	-3	-1	-2	394.0%	120.5%
营业利润	64	66	29	59	71	74	56	59	3.8%	-0.2%
利润总额	69	67	62	63	75	78	59	66	12.6%	5.5%
所得税	9	5	9	10	9	8	7	11	69.8%	5.6%
归属于母公司净利润	60.02	61	53.26	52.14	66.28	70.49	52.1	55.24	6.0%	5.9%
EPS	0.23	0.15	0.13	0.13	0.16	0.13	0.10	0.10	0.0%	-23.1%
毛利率	34.7%	39.8%	30.9%	36.3%	37.2%	40.5%	40.5%	30.4%	-25.0%	-16.4%
营业费用率	3.7%	6.8%	8.9%	9.5%	4.9%	6.6%	9.6%	8.3%	-14.0%	-13.0%
管理费用率	8.3%	10.3%	11.4%	6.6%	8.0%	11.3%	13.1%	4.9%	-62.6%	-26.3%
营业利润率	20.8%	22.2%	10.5%	20.6%	21.9%	21.2%	17.2%	19.0%	10.3%	-7.6%
实际所得税率	12.4%	7.0%	14.3%	16.6%	11.7%	9.6%	11.0%	16.7%	50.8%	0.1%

资料来源: 鱼跃医疗报表、中投证券研究总部

4 季度管理费用相对较低, 主要是 12 年新产品研发等投入较大且主要集中在前 3 季度。

4 季度毛利率 30%, 环比和同比下降较大, 跟公司年终促销或返利有关。

图 2：鱼跃医疗收入和利润分季度情况



资料来源：鱼跃医疗报表、中投证券研究总部

收入基本保持平稳。

季度利润波动相对较大，主要是收入波动情况下，费用投入基本维持较高水平（血糖等新产品的研发投入和市场推广等）。

二、投资建议：推荐

公司作为家用医疗器械龙头，竞争地位较稳固，考虑到血糖等新产品的逐步放量以及外延式扩张，13年有望出现拐点。我们预测13-15年EPS为0.58, 0.78, 1.01元，12个月目标价24元，维持推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1083	1400	1827	2388	营业收入	1312	1589	1974	2400
现金	321	592	822	1184	营业成本	823	970	1167	1385
应收账款	287	290	360	437	营业税金及附加	10	12	15	19
其它应收款	61	74	92	112	营业费用	96	113	141	171
预付账款	41	33	49	52	管理费用	124	153	182	221
存货	218	253	307	363	财务费用	-6	-6	-10	-14
其他	155	159	197	240	资产减值损失	7	4	5	5
非流动资产	457	470	479	483	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	1	-0	0	0
固定资产	310	348	369	380	营业利润	261	342	474	614
无形资产	65	65	65	65	营业外收入	19	8	0	0
其他	81	56	44	37	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1540	1871	2306	2871	利润总额	279	350	474	614
流动负债	226	249	298	345	所得税	34	43	59	77
短期借款	3	0	0	0	净利润	245	307	415	537
应付账款	170	196	238	281	少数股东损益	1	1	2	2
其他	53	53	59	63	归属母公司净利润	244	306	413	535
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	286	363	496	635
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.58	0.78	1.01
其他	3	3	3	3					
负债合计	228	252	300	347					
少数股东权益	10	11	13	15	主要财务比率				
股本	532	532	532	532	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	69	69	69	69	成长能力				
留存收益	701	1006	1392	1908	营业收入	12.1%	21.1%	24.3%	21.5%
归属母公司股东权益	1302	1607	1993	2509	营业利润	19.2%	31.2%	38.7%	29.4%
负债和股东权益	1540	1871	2306	2871	归属于母公司净利润	7.8%	25.3%	35.1%	29.4%
					获利能力				
					毛利率	37.3%	38.9%	40.9%	42.3%
					净利率	18.6%	19.2%	20.9%	22.3%
					ROE	18.8%	19.0%	20.7%	21.3%
					ROIC	22.4%	28.7%	34.3%	39.1%
					偿债能力				
					资产负债率	14.8%	13.5%	13.0%	12.1%
					净负债比率	1.31%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.80	5.61	6.14	6.93
					速动比率	3.83	4.60	5.11	5.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	0.93	0.95	0.93
					应收账款周转率	5	5	6	5
					应付账款周转率	5.16	5.30	5.37	5.33
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.58	0.78	1.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.58	0.54	0.76
					每股净资产(最新摊薄)	2.45	3.02	3.75	4.72
					估值比率				
					P/E	34.91	27.87	20.62	15.94
					P/B	6.55	5.30	4.28	3.40
					EV/EBITDA	29	23	17	13

资料来源：中投证券研究总部，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

周锐,中投医药团队荣誉: 2007—2012 年连续 6 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, 2012 年获第 1 名。

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, 10 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, 负责中药研究;

余文心, 医药行业分析师, 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, 负责医疗器械及部分中药股研究。

免责声明

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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

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