

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

战略转型中，新征程即将启航

投资要点:

- **鱼跃作为家用医疗器械龙头且竞争力在加强。我们认为家用医疗器械龙头地位很宝贵，原因：1) 受益于老龄化。**中国老龄化和老年病趋势明确，医药卫生会逐步从治疗->保健->预防，医院消费与家用(或社区)比例有望此消彼长，鱼跃将受益；2) **格局更稳定。**单个细分领域市场空间与药品相比要小，对手成长起来可能性小，强者恒强；3) **行业集中度更高。**家用医疗器械集中度大幅高于药品，主要原因是器械在药店陈列占空间，陈列不超过3-4个品牌。**竞争力在加强：**产品系列不断丰富，将打造出竞争对手无法超越的优势；研发短板近几年在迅速得以弥补。
- **战略转型中，13年有望实现蜕变。13年有望通过并购进军医用耗材领域，我们认为机遇大于挑战！**基于2个层面判断：行业层面，医用耗材领域集中度低且将进入整合阶段，强势上市企业有望借助资本的力量主导此过程(医用耗材类上市企业很少)；企业层面，进军医用耗材领域能够发挥公司制造能力强和销售能力强(主要高管均是销售出身)的优势。制造方面，过去几年公司产能翻3倍多，但生产工人只增长50%，且原有产品制造属性也更类似于耗材(量大而单价低)。血糖临床推广仅1年已紧密团结内分泌领域的前十几位临床专家，足见公司临床跨界能力。
- **血糖等新产品、并购和全球化将成业绩推动力。**1、血糖产品12年收入近2000万，13年有望上亿，中长期有望达10亿；空气净化消毒器下半年有望推出，也是亿元品种；2、医用耗材并购有望对13-14年形成显著拉动，耗材市场比医用设备分散，给新的强势进入者提供了很多整合机会。如并购规模大，则存融资需求；3、全球化方面，中国医疗器械在全球范围内竞争力明显强于药品，很多器械企业海外收入占比在50%以上，鱼跃当前才14%。12年在东南亚等地用自主品牌已经实现了近4000万收入，未来潜力很大；发达国家市场，中短期则有望在ODM和OEM方面进行深度合作，比如压缩机和制氧机出口。
- **推荐评级。不考虑并购，**我们预期公司13-15年eps分别为0.56、0.76、1.01；业绩呈现出触底回升态势，13年有望逐季度好转；考虑到公司竞争优势总体明显，且并购和新产品等将提供重要支撑，维持推荐投资评级。

6-12个月目标价： 23.00元

当前股价： 21.10元

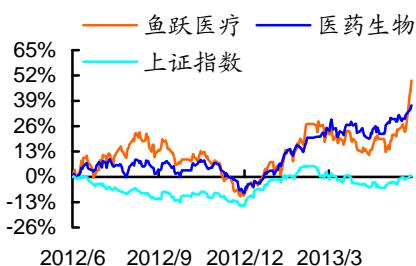
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2317.75
总股本(百万)	532
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	101
EPS	0.14
每股净资产(元)	2.59
资产负债率	16.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	22.60%	21.61%	61.07%
医药生物	11.94%	11.67%	46.76%
上证指数	6.42%	-2.02%	17.44%



相关报告

鱼跃医疗-传统产品增速不高，关注血糖等新品及并购-2013-4-23

鱼跃医疗-基本面见底，13年业绩有望逐季度好转-2013-04-15

器械行业报告一中高端看创新能力，中低端看横向扩张能力-2011-8-24

风险提示：新产品和并购低于预期、传统产品竞争加剧、原材料涨价、并购整合风险

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1312	1597	1938	2410
收入同比(%)	12%	22%	21%	24%
归属母公司净利润	244	300	404	536
净利润同比(%)	8%	23%	35%	33%
毛利率(%)	37.3%	38.4%	40.1%	41.4%
ROE(%)	18.8%	18.7%	20.4%	21.5%
每股收益(元)	0.46	0.56	0.76	1.01
P/E	45.95	37.37	27.74	20.92
P/B	8.62	7.00	5.67	4.49
EV/EBITDA	38	31	23	18

资料来源：中投证券研究所

主要观点

鱼跃医疗在连续 3-4 年的高增长之后，11-12 年因产品断档进入了调整和转型期，资本市场对企业分歧较大，从持股机构的几乎全部更换也能看出此分歧。我们基本判断是：**公司正在走出 11-12 年的增长低谷，重新回到 30% 左右的增长轨道。**

我们认为**增速放缓是企业第一波高增长之后的正常调整，虽利润增速暂时慢了下来，但企业竞争力却是不断在增强的且行业中长期向好。**随着血糖、空气净化消毒器、睡眠呼吸机等新产品持续投入市场，公司在产品系列上将打造出竞争对手无法超越的优势，也许几年之后消费者只要购买家用医疗器械一定会想到鱼跃品牌。另外，公司通过在血糖、DR 和空气净化器等新产品上的磨练之后，**研发这个相对的短板也在迅速弥补。**每年医疗器械展，在主展厅里家用医疗器械的企业只有鱼跃医疗 1 家，而影像等领域则能看到很多家，我们认为家用医疗器械领域的龙头地位也远比药品等领域龙头地位更难能可贵。如果将药品看作刚性需求的话，家用医疗器械的弹性需求必将随着生活水平的提升进入到加速期，成长空间巨大。仅以有 10 倍空间的血糖监测产品为例，我国的渗透率大概为 10-20%，而发达国家为 80-90%；另外单台机器年试条消耗量我国为 100 条，而美国是 400 条。

13 年将是公司蜕变的一年，医用高值耗材被明确提出作为家用医疗器械之外另一个重要发展方向，公司将全面实现双跨：1、实现 OTC 市场往医院市场跨越；2、从家用医疗器械往医用耗材领域的跨越。过去在医院市场也有销售 DR 等设备以及医用耗材（针灸针和缝合线等），但都只能看作预热，主要是规模还比较小且临床推广并不深入。13 年有望在医用耗材领域实现并购，以并购企业为平台进军耗材领域。**对双跨能成功么，市场是充满疑问的？我们认为机遇大于挑战！**基于 2 个层面判断：行业层面，高值医用耗材领域集中度很低且未来将进入行业整合阶段，强势上市企业有望借助资本的力量主导此过程（医用耗材类上市企业较少，远少于设备类上市企业）；企业层面上，进军高值医用耗材领域能够发挥公司制造能力强和销售能力强（主要高管均是销售出身）的优势。鱼跃过往产品的生产属性是量大而单价低，更像医用耗材，而不像中大型医疗设备（量少而单价高）。过去几年收入翻了 3-4 倍，但是人工只增长了 50% 左右，就能看出公司在制造领域的优势。**在双跨转型过程中，血糖监测产品则扮演了灵魂式的角色。**血糖产品的耗材制造熟悉和医用临床推广属性非常明显，在研发、生产工艺和临床推广等方面上近 1-2 年的摸索，我们看到的是公司相关能力在快速提升。血糖试条生产工艺和产品性能已基本稳定；且临床推广仅 1 年就已经紧密团结了国内内分泌领域的前十几位临床专家，公司临床推广能力是超出预期的。在血糖产品上，我们看到了公司双跨的巨大潜力。

落实到业绩上，中期主要看血糖等新产品和并购。血糖产品从开始研发及开始寻找耗材类并购项目，至今已 2-3 年了，也都到了快收获的季节。血糖产品 13 年有望收入 1 亿，由于还是在推广期，利润有限，但是对 14 年是比较乐观的，中长期则是 10 亿规模品种；并购有望对 13-14 年业绩产生积极拉动。**从更长期的角度看，海外市场也将是公司重要支撑。**海外市场公司收入占比才 14%，未来也有望达到国内器械公司的平均水平（40-50% 以上）。

我们认为**鱼跃医疗是医疗器械板块里面具备中长期投资价值的企业，市值成长空间还较大。**

目 录

主要观点	2
一、潜力行业的龙头企业	5
1.1 21 世纪最具潜力行业之一	5
1.2 主要产品	8
1.3 股权结构	10
1.4 发展阶段	10
1.5 地理布局	11
二、竞争优势明显，未来战略清晰	13
2.1 先发优势明显，强者恒强	13
2.2 更注重资源整合，战略更加清晰	14
三、业绩驱动：新产品+并购+海外市场	16
3.1 新产品：重点关注血糖和空气净化消毒器	16
3.2 并购：做行业整合者	18
3.3 海外市场：占比有望达 50%	20
四、投资建议：推荐	21
4.1 主要产品预测	21
4.2 维持推荐评级	22
五、风险提示	24

图表目录

图 1: 中国 60 岁以上老年人口情况	5
图 2: 2008 年居民慢性病患病率调查情况	6
图 3: 鱼跃医疗收入和利润增长情况	8
图 4: 鱼跃医疗 2012 年分项收入和毛利情况.....	8
图 5: 股权结构	10
图 6: 公司增长阶段分析	11
图 7: 公司地理战略布局	12
图 8: 鱼跃医疗 OTC 领域竞争优势分析	14
图 9: 三家家用医疗器械公司的营业费用率对比.....	14
表 1: 家庭医疗器械常用分类	6
表 2: 常用家庭医疗器械市场情况	7
表 3: 家用医疗器械上市公司的基本情况	7
表 4: 公司主要产品情况	9
表 5: 血糖监测国内市场主要竞争对手	17
表 6: 空气净化器主要竞争对手	18
表 7: 医疗设备和医用耗材龙头企业的市场占有率对比.....	19
表 8: 迈瑞医疗和威高股份 2012 年研发和销售费用率对比.....	19
表 9: 2012 年国内部分上市企业海外出口情况.....	20
表 10: 主要产品收入预测(单位: 百万)	21
表 11: DCF 估值主要假设	23
表 12: DCF 估值敏感度分析	23

一、潜力行业的龙头企业

1.1 21 世纪最具潜力行业之一

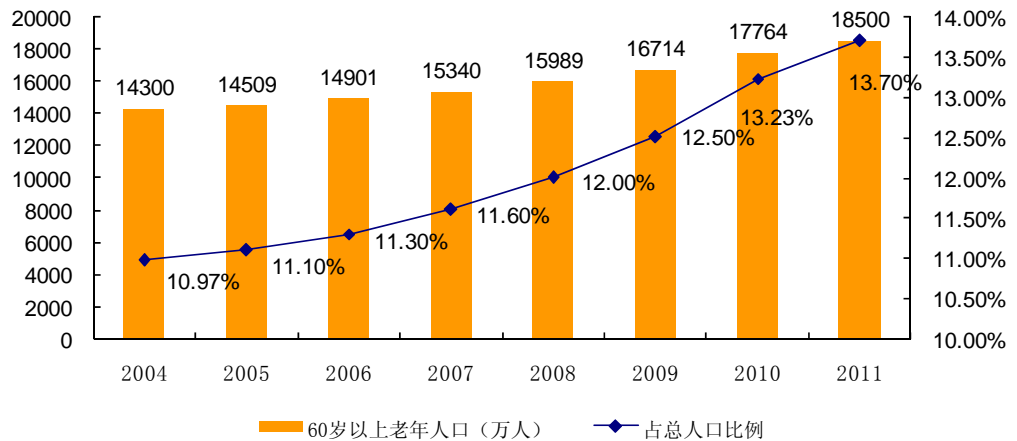
根据研究机构 BCCResearch 的调查报告指出,全球家用医疗设备市场规模 2007 年为 146 亿美元,至 2012 年时成长到 204 亿美元左右,年复合增长率 (CAGR)约 6.8%。家用医疗电子设备被美国《财富》杂志预测为 21 世纪前十年最具发展潜力的产业的第一名。根据 Forst&Sullivan 数据,中国家用医疗器械市场 2010 年销售规模约 130 亿元,2006-2010 年均复合增速为 27.6%,预计未来几年将继续维持 25%左右的增长率。

家用医疗器械产品仅占国内医疗器械市场总销售额的 14%,而在国外这一比例一般在 25%左右。美国家用医疗器械的人均消费水平为国内的 20~30 倍左右,国内市场家用医疗器械提升空间很大,远未达到天花板。

家用医疗器械很多都跟老年病、慢性病相关(比如高血压、高血糖和呼吸类疾病),随着人口老龄化、收入水平提高以及保健意识增强,未来医药卫生重心会逐步从治疗->保健->预防转变,将利好家用医疗器械的长足发展,社区和家庭将成为两个重要的阵地。与治疗用药品相对,家用医疗器械与保健品类类似,属于弹性需求,随着生活水平提升,空间巨大。家用医疗器械的礼品市场同样看好,如鱼跃医疗等公司都已有类似礼品包。

中国 60 岁以上老年人口比例近些年持续攀升,到 2015 年,老年人口总数将达到 2.21 亿,占总人口 16%;到 2025 年,60 岁以上人口接近 3 亿,占比 20%;到 2040 年,60 岁以上人口将超过 4 亿,占比近 30%。

图 1: 中国 60 岁以上老年人口情况



资料来源: 全国老龄工作委员会办公室 中投证券研究总部

图 2：2008 年居民慢性病患病率调查情况



资料来源：蒙发利招股书 中投证券研究总部

表 1：家庭医疗器械常用分类

种类	相应的家用医疗器械
家用治疗	低频治疗仪、风湿性关节炎治疗仪、颈椎腰椎牵引器等
家用检测	血糖仪、血压计、体温计、听诊器等
家用保健	便携治疗仪、电动按摩产品系列、中药电疗垫、空气净化器等
康复护理	睡眠呼吸机、制氧机、睡眠仪、功能床等

资料来源：鱼跃医疗招股书 中投证券研究总部

表 2: 常用家庭医疗器械市场情况

类别	对应器械	市场容量	主要生产商	备注
血压	血压计	国内电子血压计的年销量400-500万台（另水银汞柱式血压计的销量约280万台）；德国人口不到1亿，年销量约在400-500万台	外资：日本欧姆龙，日本爱安德，台湾百略，台湾合世，台湾优盛， 内资：天津九安，鱼跃医疗	2010年我国高血压人群已超过2亿人，每年以1000万速度递增
血糖	血糖仪	中国血糖市场约30亿人民币；美国2400万糖尿病患者，血糖监测市场容量约为20亿美元	外资：罗氏，强生，拜耳，雅培； 内资：北京怡成，长沙三诺，鱼跃医疗，九安医疗	全球糖尿病患者近3亿，全国糖尿病人近1亿；三诺生物和北京怡成是目前国内企业中收入规模较大的，约3亿元
呼吸相关	制氧机	国内市场约 30 万台左右	外资：英维康、伟康、松下、奥吉、国内：浙江龙飞集团、北京北辰亚奥、沈阳新松维尔康、北京奥吉等	适用于适用呼吸系统和心脑血管疾病、中老年人、孕妇、脑力劳动等易缺氧人群等
	空气净化器	国内市场约 100-150 万台	外资：飞利浦、松下、夏普等 内资：亚都、远大、美的、万利达等	美国空气净化器销售规模为500万台/年
	睡眠呼吸机	美国目前年治疗用呼吸机需求量近100万台，中国睡眠呼吸机市场超10万台	外资：澳大利亚瑞思迈（RESMED）、美国飞利浦伟康、泰科、新西兰费雪派克、德国万曼 内资：东方万泰（中美合资）、新松等	据世界卫生组织调查发现，有27%的人有睡眠问题，美国的失眠发生率高达32%至50%，英国为10%至14%，日本为20%，法国为30%，中国也在30%以上
肌肉疲劳	按摩器具	2008年全球按摩器具市场规模约56亿美元；当前国内按摩器具市场规模超30亿元；	北美：HOMEDICS、CONAIR、HOT等； 欧洲：HOMEDICS、IMEDICS、MEDISANA、CASADA、BEURER等	我国按摩器具行业是充分竞争行业。2008年共有1495家企业经营按摩器具出口业务
行走障碍	轮椅和拐杖等	轮椅车国际市场年需求量约为400万辆，国内约为60万辆	上海互邦医疗器械有限公司和佛山东方医疗设备厂有限公司	--

资料来源：中投证券研究总部收集整理

目前国内家用医疗器械主要上市公司有4家：鱼跃医疗、三诺生物、九安医疗和蒙发利。鱼跃医疗产品最丰富，基本涵盖了各种常见品类；三诺生物、九安医疗和蒙发利的品类相对单一。九安医疗和蒙发利以海外市场为主，占比分别为69%和92%。

表 3: 家用医疗器械上市公司的基本情况

企业	主业	2012 年收入 (亿)	2012 年利润 (亿)	市值 (亿)	备注
鱼跃医疗	制氧机、血压计、血糖监测、轮椅、雾化器等各种品类	13.1	2.41	112	关注血糖等新品放量及并购
三诺生物	血糖监测	3.39	1.29	61.8	重点关注 OTC 市场以及并购
蒙发利	按摩器具	17.7	0.27	35.2	关注出口复苏进程，国内市场开拓进展，并购等
九安医疗	血糖监测、电子血压计等	3.47	0.077	39.5	关注出口市场复苏进程、ihealth 等新产品及国内市场开拓进展

资料来源：中投证券研究总部 注：截止日期 2013-5-31

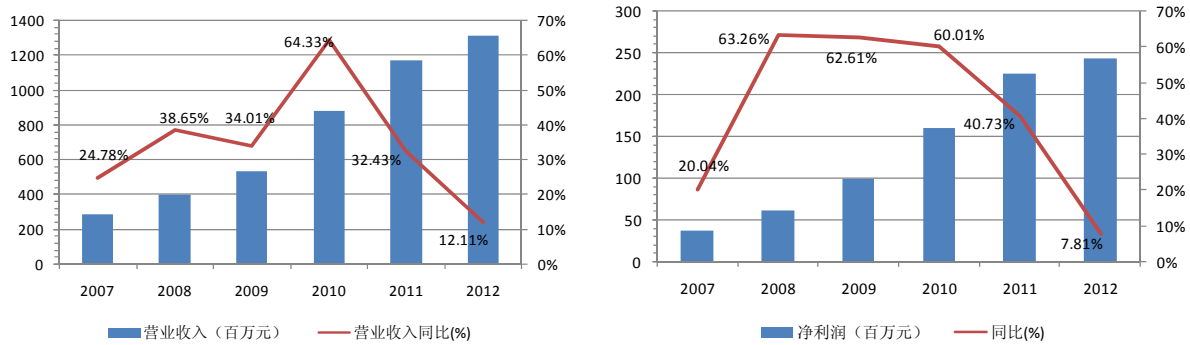
1.2 主要产品

公司以基础家用医疗器械起家，产品主要包括医用供氧系列（制氧机、氧气阀、氧气袋等），康复护理系列（血糖仪、血压计、听诊器、轮椅车等），医用临床器械系列（针灸针、缝合线、X光机、全科诊断等）。产品多达 40-50 种，制氧机等优势品种已经占据了国内市场近 60-70%。

12 年收入 13.1 亿，同比分别增长 12.11%；净利润为 2.44 亿，同比增长 7.81%，扣非后增长 20.4%。医用供氧系列（主要是制氧机）为公司的拳头产品，贡献毛利的 42.4%，是公司过去几年高速增长主要动力，12 年收入近 4 亿，2012 年制氧机约 21 万台，出货量全球第一。

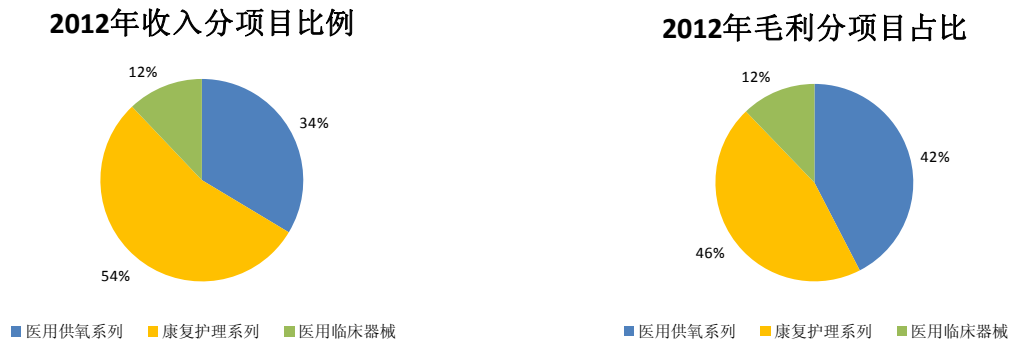
公司 11 年和 12 年增长有所放缓，主要原因是制氧机等拳头产品增速有所放缓（25%左右），且汞柱式血压计和轮椅等老产品增速较慢。血糖仪等新产品有望接力制氧机，成为新的增长点。血糖仪已经投放市场，空气净化消毒器、睡眠呼吸机等一系列新产品未来将有望逐步投放市场。血糖仪及试条 12 年收入近 2000 万，随着生产工艺的稳定和产能的释放，13 年有望达到 1 亿，中长期是具备 10 亿潜力的品种。

图 3: 鱼跃医疗收入和利润增长情况



资料来源：鱼跃医疗公告 中投证券研究总部

图 4: 鱼跃医疗 2012 年分项收入和毛利情况



资料来源：鱼跃医疗公告 中投证券研究总部

公司产品可以根据增长潜力分成两大块：**成熟产品和潜力产品**。成熟产品包括水银血压计、听诊器和轮椅等；潜力产品有血糖仪、制氧机、电子血压计和针灸针等等。

成熟产品公司市场占有率很高，拥有一定定价权且公司也在积极增加成熟产品中相对高毛利率产品的占比；另外市场的量还是存在个位数的增长，总的来看，传统成熟产品保持**10-15%左右的利润增速问题不大**。传统产品毛利率短期波动风险主要来源于原材料和人工成本等。公司11年毛利率压力较大主要就是因为原材料涨价；通过自动化方法大幅降低了人力成本，公司从2008年至今，产能增长超过3倍，但是生产线员工增长了50%左右。

重点还是关注潜力品种和成熟产品中**大品种**，我们对**3000-4000万**以上的成熟产品或潜力产品进行简单的梳理。

表 4：公司主要产品情况

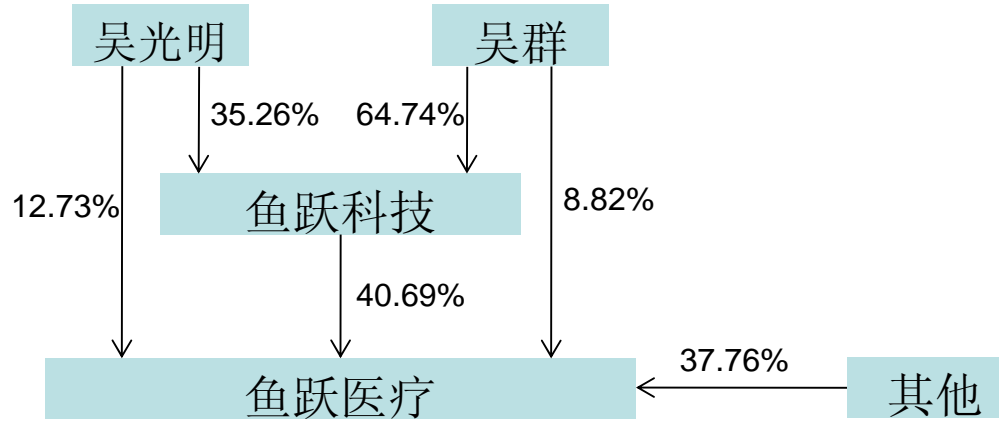
产品分类	产品	收入(万)	增长潜力	备注
血糖类	血糖仪	约 0.2 亿	★★★★★	10 亿品种潜力
	制氧机	近 4 亿	★★★★	
呼吸类	空气净化器	13 年 3 季度投放市场	★★★★★	呼吸类（制氧机，空气净化消毒器，睡眠呼吸机等）有 10 亿收入潜力
	超声雾化器	约 0.6 亿	★★★	
	睡眠呼吸机	14 年投放市场	★★★★★	
医用耗材	针灸针	约 0.6 亿	★★★★★	通过并购丰富品种，中长期 10 亿品种潜力
血压类	汞柱式血压计	约 0.9 亿	★★	汞柱式和电子式的会此消彼长，整体保持 10-20% 左右的增长；
	电子血压计	约 0.9 亿	★★★★	
传统产品	轮椅车	1.3-1.5 亿	★★★	产品占人力和厂房，公司会有选择的放弃一些低毛利的订单，完善产品结构
	保健盒	0.6-0.7 亿	★★	
	体温计	0.4-0.5 亿	★★	
	听诊器	约 0.4 亿	★★	
医疗设备	全科诊断	几百万	★★★★	潜力大，国家扶持全科诊断，但受政府招标进度影响很大
	X 光机	约 0.4-0.5 亿	★★★	产品丰富度有所欠缺

资料来源：公司公告 中投证券研究总部

1.3 股权结构

鱼跃医疗大股东持股比例较高，直接和间接持股比例超过 60%（董事长吴光明与吴群为父子关系）。

图 5：股权结构



资料来源：公司公告 中投证券研究总部 截止日期：2012-12-31

1.4 发展阶段

过往发展分为几个时期：

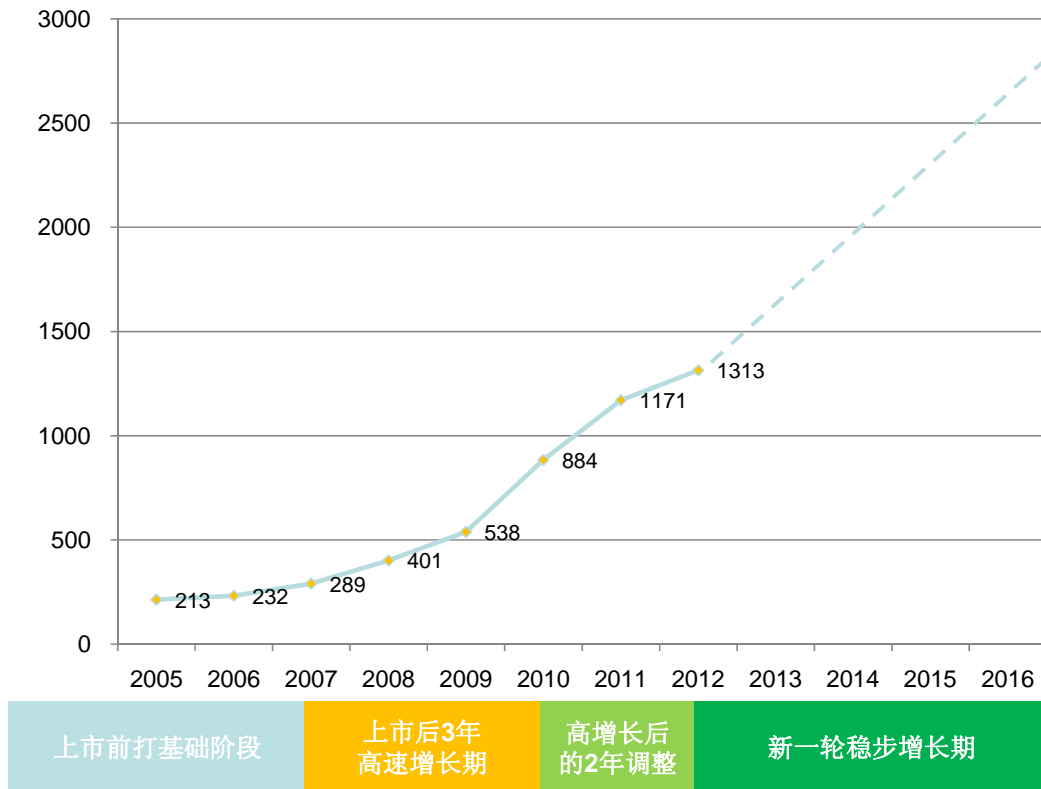
1、2008 年上市前打基础阶段。 产品和渠道方面进行了初步积累。

2、2008-2010 年连续三年 60% 的高增长阶段。 得益于几个层面：1) 上市对品牌的大幅提升以及树立了先发优势；2) 制氧机等拳头产品的高速增长；

3、2011-2012 年两年调整期。 在连续 3 年高速增长之后，公司的产品、管理、生产等各个层面都碰到了一些瓶颈，增速也放缓，公司战略调整也相应展开：1) 开始更加注重行业资源整合，将会通过并购实现外延式增长；2) 进一步明确公司战略，医用耗材会成为未来重要发展方向；3) 加大了血糖监测和空气净化器等新产品的研发。

4、2013 年开始新的平稳增长阶段。 血糖监测和空气净化器等新产品在这个阶段有望扮演 2008-2011 年的制氧机的角色，另外并购和海外市场也大有空间。预计这轮 30% 左右增速的增长能持续 3-5 年，收入规模有望到 30 亿左右。

图 6: 公司增长阶段分析



资料来源: 中投证券研究总部

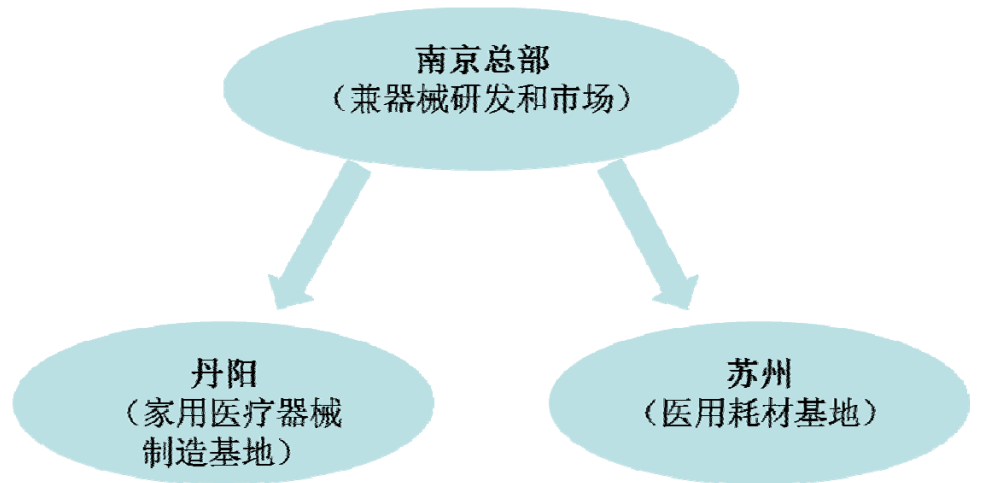
1.5 地理布局

公司当前在地理布局上主要分 3 块。

1. **南京总部。**公司总部，兼医疗设备研发和市场营销功能。医疗设备研发能够有效的利用南京众多高校的人力资源，人才环境远胜公司的发家地丹阳。
2. **丹阳。**人力成本较低且交通便利，为公司家用医疗器械的制造基地。
3. **苏州。**作为公司医用耗材的基地，能够有效的利用长三角在医用耗材领域的人才优势和产业环境优势。

预计随着公司全球化的开展，未来也有望在美国等地设立研发子公司。另外，随着并购推进，未来生产有可能会较当前分散。

图 7: 公司地理战略布局



资料来源: 公司公告 中投证券研究总部

二、竞争优势明显，未来战略清晰

分析鱼跃未来，有两点值得关注：**产业链中的竞争优势，企业未来成长路径。**

2.1 先发优势明显，强者恒强

家用医疗电子设备被美国《财富》杂志预测为 21 世纪前十年最具发展潜力的产业的第一名，且没有类似药品行业招标降价的压力。家用医疗器械行业龙头的地位较药品市场来说更可贵，行业属性上来看有如下特点：

1. 赢家通吃的行业特征明显。家用医疗器械的细分领域的市场空间较药品小，细分领域竞争对手成长起来的可能性较小（血糖监测这个细分市场相对空间较大），赢家通吃局面非常明显。每年的医疗器械展，我们也能发现，主展厅除了鱼跃医疗之外，看不到家用医疗器械领域其他的公司。

2. 龙头公司市场份额会非常高。家用医疗器械的集中度会大幅高于药品的集中度，其中一个重要原因是器械在药店陈列很占空间，所以药店同品类家用器械只会选择不超过 3-4 个品牌器械。在 otc 的药品领域，我们看到有多家企业，对应市值至少是 400-500 亿以上，相比而言家用医疗器械的市值还有较大提升空间。几乎所有卖家用医疗器械的店子都能看到鱼跃医疗的产品。龙头公司在强势领域基本上垄断了市场，如欧姆龙和鱼跃医疗基本上垄断了国内电子血压计市场，且鱼跃则占据了国内 60-70% 以上的制氧机市场。

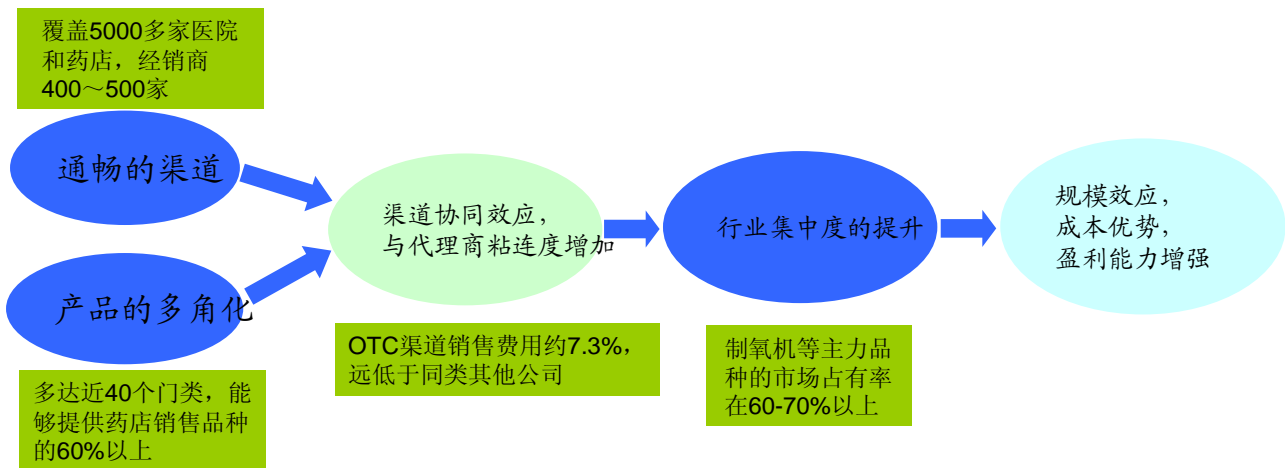
3. 渠道强势和产品丰富的企业将在竞争中占优。家用医疗器械的技术属性相对淡化，而品牌、渠道、产品丰富度和成本（规模、产业化能力）才是制胜的关键因素。家用医疗器械企业的渠道和品牌是公司产品销售的平台，一旦平台搭建好了，各种新产品都能借助该平台得到迅速推广，协同效应非常明显。公司未来将加大力度提升品牌和品质，增加终端消费者指牌购买的比例，从而在产业链上面赢得更多的定价权。

鱼跃医疗经销商目前约 500 余家，其中 100 余家为临床产品经销商。公司销售队伍约 444 人，其中 300 多人负责 OTC 药店市场，其余 100 人在医院市场部。公司目前已建立广泛的销售网络，覆盖 34 个省、直辖市和自治区的 5000 多家医院和药店。很多的经销商都是伴随或见证公司成长历程的，忠诚度都较高。

丰富产品和通畅渠道已经形成良性循环，渠道协同效应明显且增加了与代理商和消费者的粘力度，行业集中度得到快速提升，如制氧机等品种市场占有率已经提升到 60-70% 左右。如公司的电子血压计，刚进入市场时 2009 年销售额才 1200 多万，2012 年销售额就近亿元，超过了许多市场先进入者，一定程度上能够说明公司的竞争优势。

随着血糖、空气净化消毒器、睡眠呼吸机等新产品持续投入市场，公司在产品系列上将打造出竞争对手无法超越的优势，也许几年之后消费者只要购买家用医疗器械一定会想到鱼跃品牌。另外，公司通过在血糖、DR 和空气净化器等新产品上的磨练之后，研发短板也在迅速弥补。我们看到的是，虽然公司增速在调整期有所放缓，但是公司竞争力却是在加强的。

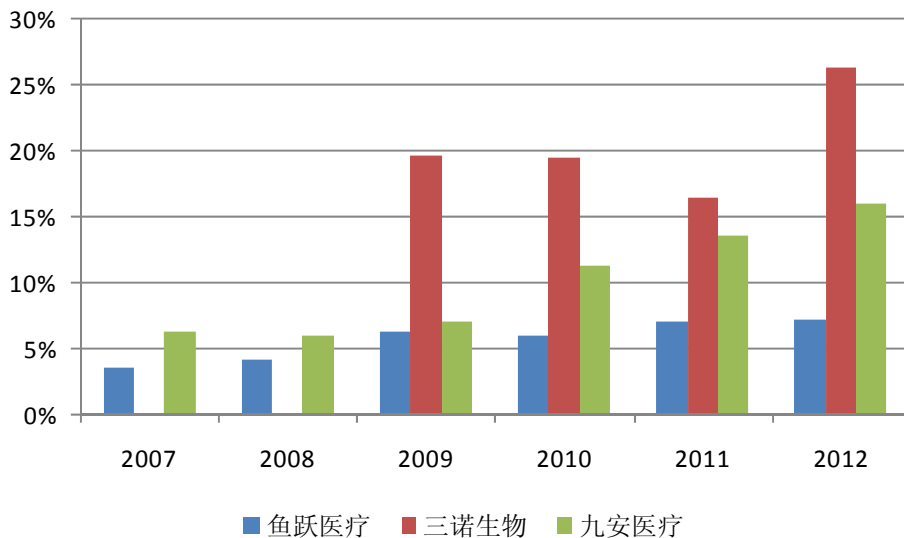
图 8：鱼跃医疗 OTC 领域竞争优势分析



资料来源：中投证券研究总部

公司 12 年仅 7% 左右的营业费用率充分体现了其渠道和产品优势, 如果剔除血糖等产品在医院渠道的拓展费用, 仅 OTC 渠道的费用是很低的。对比品种相对单一的三诺生物和九安医疗, 品种丰富的公司在渠道方面还是有较大的优势的。

图 9：三家家用医疗器械公司的营业费用率对比



资料来源：相关公司年报 中投证券研究总部

2.2 更注重资源整合，战略更加清晰

我们近期跟公司管理层多次深入沟通后, 感觉管理层思想上有 2 个深层次的变化: **1. 心态更加开放, 会站到行业整合的角度来考虑问题;** **2. 公司战略更加清晰, 公司将实现双跨:** 1) 实现 OTC 市场往医院市场跨越; 2) 从家用医疗器械往高值医用耗材领域的跨越。这些将深刻影响公司未来几年发展路径。

战略清晰化具体体现在几个方面:

1.目标市场。公司制定了中长期2个50%的发展目标：国内市场和国外市场各50%，医院内和医院外市场各50%。在东南亚等发展国家开始用自主品牌进行销售，预计会提升外销的毛利率。

2.业务。年报明确提出从家用医疗器械业务变成家用医疗器械+高值医用耗材。高值医用耗材将成为重要发展方向，有望通过收购强势品种或企业切入；另外，公司自身也在进行真空采血管、丝线、刀片等耗材类产品的研发，预计未来医用耗材的品种会比较丰富。原有家用医疗器械领域，也会把相应大品类进行不断的丰富。

3.增长模式。过去公司主要依靠内生增长，未来将以内生和外延并举的方式。

4.品牌。提升品牌，实现二次定价。公司产品品质多年来都得到市场很好评价。通过品质高要求来持续提升品牌的价值，然后新产品可以更高的定价。另外，随着品牌的提升，有望提升消费者指牌购买的比例，公司在与经销商博弈过程中有望获得更多的定价权。

三、业绩驱动：新产品+并购+海外市场

三个驱动因素中，中短期业绩的回升对新产品和并购的依赖会更大，海外市场收入占比的提升则是一个中长期的过程。

3.1 新产品：重点关注血糖和空气净化消毒器

3.1.1 血糖监测产品---10亿潜力品种，13年有望过亿

根据第20届世界糖尿病大会发布的数据，目前血糖监测系统全球市场容量高达88亿美元，每年12%-15%的增长。2012年国内血糖监测产品市场规模预计已超过30亿元。考虑到我国血糖仪的渗透比例非常低，未来几年市场有望保持20-30%以上的增长。

考虑人口老龄化加速、渗透率的提高、血糖病人年轻化，血糖监测是一个有10倍空间的行业。强生、雅培和拜耳等企业血糖监测收入规模均在10亿美元级别，行业天花板很高。2010年，我国的糖尿病患者人数达9240万人，其中农村4310万人，城市4930万人，糖尿病前期人群1.48亿人。三诺生物招股书中预计约10%的城市糖尿病患者拥有自己的血糖监测系统，在农村该比例不足3%，这与欧美发达国家高达90%以上渗透率相比相距甚远。

进口血糖试条的终端价格在4.2元/条-5.5元/条，国产血糖试条终端价格在2.5元/条-2.9元/条的价格水平，国产试纸的性价比优势还是很明显的，进口替代将是大势所趋的。随着国产产品品质的快速提升，有望在otc市场（尤其是基层市场）率先获得突破，在医院市场和一线城市实现进口替代则需要一些时间的积累（医院市场目前基本上被外资垄断）。在要求较高的植入性心血管支架领域，国内企业尚且都能完成进口替代（国内主要企业为微创医疗和乐普医疗），我们判断国产血糖有望复制心血管支架领域的路径。

国内品牌中，最大的是长沙三诺和北京怡成，收入规模均在3-4亿左右，九安医疗的收入规模较小。现外资公司占国内血糖市场的70-80%左右，国产仅占20%-30%左右。综合考虑品牌、产品、渠道等因素，未来国内胜出者为鱼跃医疗和三诺生物的概率较高。鱼跃血糖推广的战略是高举高打（学术推广+医院市场+OTC市场同步进行），会跟强生等外企正面竞争。三诺生物走的则是农村包围城市的路线。鱼跃医疗与三诺血糖产品的市场定位和营销路线均有所不同，目前两家公司产品处于共同替代进口产品阶段，有望共同分享行业高速增长。

血糖仪销售，有医院渠道和OTC渠道。临床医生的意见对患者的选择影响比较大，临床推广是占据行业制高点的重要路径，强生和拜耳等在医院市场做得较好。鱼跃专门引进高端人才进行血糖仪在医院市场的推广。鱼跃血糖临床推广仅1年已紧密团结内分泌领域的前十几位临床专家，足见其临床跨界能力。公司聘任了中国最权威的16位内分泌专家作为公司血糖产品的医学顾问团（301医院内分泌主任母义明教授为团长），5月12日丹阳总部举行了顾问团聘任仪式。今年下半年，公司有望发布1000例的医院临床对比报告，已经启动大样本观察，由中国人民解放军总医院（301医院），南京大学鼓楼医院，哈尔滨医科大学第二附属医院，四川大学华西医院，江苏省中西医结合医院五家医院作为临床支持医院。医院推广最重要的几个关键因素：品质、学术推广、渠道利润空间；后两个我们认为问题不大，只要鱼跃血糖的品质经过时间考验逐步稳定，那么在医院市场放量是大概率事件，有望成长为医院血糖监测市场的国产第一品牌。

公司血糖监测产品会有 10 几种型号，针对医院、OTC 市场会采用不同的型号，还有专门针对线上（电商）的型号。不同型号和价位，覆盖不同的目标市场，会形成综合竞争优势。

鱼跃医疗 2012 年上半年已经推出产品，但是鉴于试条生产的稳定性问题，公司未大面积的推广，12 年的收入约 2000 万左右。随着产品的稳定和产能的逐步释放，13 年收入有望达 1 亿，中长期是 10 亿收入规模的品类。

表 5: 血糖监测国内市场主要竞争对手

序号	公司	国内市场大致份额
进口品牌	强生	35%
	雅培	7.5%
	罗氏	20%
	拜尔	/
国产品牌	北京怡成	10%
	长沙三诺	10%
	九安医疗	1%

资料来源：公司年报 中投证券研究总部

3.1.2 呼吸类—制氧机+空气净化消毒器+呼吸机等

制氧机已经是公司的主力产品，12 年近 4 亿，占市场份额的 60-70% 以上，未来继续巩固和提升。空气净化消毒器和睡眠呼吸机等产品将逐步投放市场，也都是亿元潜力的品种。

目前空气净化器的普及率还非常低，但是未来空间巨大，如新房屋装修、新车、办公楼宇、北京等空气质量很差的大城市、医疗机构、易呼吸道感染人群等等场合。全球空气净化器市场 2011 年大概 1300 万台，到 2012 年 1500 万台，增长率大概在 17% 左右。美国是最大的市场，大概在 500 万台，日本 350 万台，中国大概在 150 万台，欧洲 250 万台。据了解，目前中国市场 3000 元以上的产品销量占比约为 22%，销售额占比约为 45%。市场均价在 2000-3000 左右，带有加湿、净化等多功能产品销售势头迅猛。

中国消费者对装修之后的空气污染越来越重视；另外，近年来不少地区和城市（尤其是北京等地）的空气质量不断下降，PM2.5 一度成为大家的关注焦点，一些地区的空气净化器也曾卖到脱销。

空气净化器在苏宁和国美等地方有销售，但只净化不消毒，鱼跃的净化消毒器还带紫外光消毒的，等级更高且必须通过 SFDA 的注册证，属医疗器械，形成一定的壁垒。鱼跃的空气净化消毒器主要通过药店等渠道销售，空气净化消毒器和制氧机的产品属性和渠道属性都非常相似，有望复制公司制氧机成长路径。

表 6: 空气净化器主要竞争对手

序号	公司
1	亚都 YADU
2	松下 Panasonic
3	飞利浦 PHILIPS
4	夏普 SHARP
5	Blueair 瑞宝-布鲁雅尔
6	三洋 SANYO
7	远大空气净化器
8	美的 Midea
9	万利达 Malata
10	日立 HITACHI

资料来源：中投证券研究总部

3.2 并购：做行业整合者

公司明确提出，未来 2 个主要发展方向：家用医疗器械和高值医用耗材。医用耗材类将成为公司未来增长的另一极，后续并购也将主要围绕家用医疗器械和高值医用耗材展开。公司现有产品中，医用耗材类产品占比较小，主要有华佗针灸针和缝合线等产品。并购的华佗针灸针 12 年收入已近 6000 万，未来潜力依然很大。

公司介入高值医用耗材领域，中短期能够拉动公司增长；中长期来看，机遇与挑战并存。从行业角度看，行业集中度很低且相关上市企业少，另外 IPO 放缓，行业有望进入整合阶段，公司借助资本市场的力量通过收购兼并的方式介入，是存在巨大机遇的。**同时也存在挑战：**高值医用耗材的同质化较高，竞争也比较激烈，且未来也存在类似于心血管支架和药品的集中招标降价的可能性。

公司之前有公告收购镇江康利，主要产品为一次性使用无菌注射器（带针）、一次性使用无菌溶药注射器（带针）、一次性使用无菌溶药针、一次性使用输注泵。但后因一些原因终止了收购。**麻醉科和护理科室等的医用耗材是公司重点方向，收购企业主要看重企业渠道、注册证和技术，公司通过输出管理、资本等、帮助并购企业改进生产和销售等方式，有望实现收入和利润的快速放量，有望复制过往收购针灸针和汞柱血压计企业的成功。**

公司曾经在医疗设备和耗材两个发展方向的选择上徘徊过，为何选择耗材会更好？我们从行业和公司的层面看，主要原因：

1、耗材市场分散，将步入整合期，给新的强势进入者机会

比如在设备市场，龙头公司在各自强势领域的市场占有率都很高，大部分都在 30-40% 以上（也有不少达到 70% 的），从某种程度上讲行业的集中已经到了一个阶段；而耗材领域龙头企业的市场占有率相对较低，我们判断行业将逐步迈入整合阶段，强势上市企业有望借助资本的力量主导此过程（医用耗材类上市企业较少，远少于设备类上市企业，有港股威高股份和 A 股阳普医疗等公司）。2009 年我国常规医用耗材和植入类耗材总销售额已达 400-500 亿元，市场整体增速为 15% 左右。

表 7: 医疗设备和医用耗材龙头企业的市场占有率对比

序号	公司	强势领域	市场占有率
医疗设备	迈瑞	监护仪	40-50%
	新华医疗	消毒灭菌	70%以上
	鱼跃医疗	制氧机	60-70%
	理邦仪器	产科监护	30-40%
医用耗材	BD	采血管	17%左右
	威高股份	输液器	30-40%左右
	威高股份	注射器	10-20%左右

资料来源: 相关公司公告 中投证券研究总部

2、高值医用耗材更能发挥鱼跃销售和生产制造能力强的优势

如果看鱼跃的研发、销售和生产制造能力的话,我们认为公司的销售和生产能力在国内都是一流水平,但是研发体系及能力只能算是中等水平,这跟公司的过往历史是分不开的。

我们对**医疗设备龙头迈瑞医疗**和**医用耗材龙头威高股份**进行了对比分析(见下表),发现研发+销售总费用率差不多,研发费用率迈瑞医疗比威高股份要高 113%,销售费用率威高股份比迈瑞医疗要高 33%(跟威高做直销也有一定关系)。从两个龙头公司的数据可以看出:**相比医疗设备的话,医用耗材对研发体系的要求较低,但对销售系统要求更高(跟医用耗材产品的同质化较高有关系),这完全符合鱼跃医疗的优势。**

公司核心高管全部都是销售出身,销售能力较强。如果能够通过收购获得一个相对强势的企业,以此平台为切入点进军医用耗材领域,未来实现收入和利润放量的可能性较大。分析鱼跃高管的背景,我们发现鱼跃的高管都是来自五湖四海;从这点看,鱼跃的文化是开放和包容的,所以对收购后企业的整合问题,我们并不是太担心,并且公司有过很多成功并购的经历。

表 8: 迈瑞医疗和威高股份 2012 年研发和销售费用率对比

企业	研发费用率	销售费用率	研发+销售总费用率
威高股份	4.62%	23.70%	28.32%
迈瑞医疗	9.84%	17.81%	27.65%

资料来源: 相关公司公告 中投证券研究总部

在生产制造方面,虽然鱼跃产品是家用医疗器械,但是其大部分产品(汞柱血压计、血糖试条、听诊器、体温计等)的特点却是量大且单台利润较薄,对生产成本控制和生产效率的要求很高。从这个层面上看,公司的产品制造过程更类似于医用耗材类的企业,所以介入医用耗材领域,能够充分发挥其生产制造能力强的特点。过去几年公司收入翻了 3-4 倍,但是生产人工只增长了不到 50%,就能看出公司在制造领域的优势。

在双跨转型过程中,血糖检测产品是扮演了灵魂式的角色。血糖产品的耗材和医用临床属性很明显,在研发、生产工艺和临床推广等方面上近 1-2 年的摸索,我们看到的是公司相关能力在快速提升。血糖试条生产工艺和产品性能已经稳定;且在临床推广上已经团结了国内内分泌领域的前十几位临床大佬,临床推广能力也是大超预期的。在血糖产品上,我们看到了公司双跨的巨大潜力。

3.3 海外市场：占比有望达 50%

如果将公司放在全球产业链中来考察的话，公司的价值比较突出，只是这些价值还没有被充分挖掘出来。对于外资强势企业而言，鱼跃是其开拓中国家用医疗器械市场好的合作伙伴（鱼跃销售体系的价值），也能为他们提供 ODM 或者 OEM（研发和制造体系的价值）。对于发展中国家而言，国情跟中国类似，鱼跃的产品本身就是具有竞争力的。

我们将鱼跃海外市场分为两种典型的类型。

1. 发达国家市场短期看 ODM 或 OEM，长期看自主品牌。如美国等成熟市场空间大，但往往都已经比较成熟的行业巨头。鱼跃医疗在这些区域实现自主品牌的销售还需要些时间的积累。而相对于这些成熟企业来说，鱼跃在中端医疗器械的设计和生产成本的优势明显，有望在 ODM 或 OEM 方面展开深刻的合作（比如制氧机或压缩机）。

2. 发展中国家通过自主品牌拓展。发展中国家的需求快速增长，公司 12 年在东南亚市场已经开始了自主品牌销售，收入近 4000 万。通过自主品牌销售，毛利率高且对终端消费者的把控更好，我们认为在发展中国家的潜力较大。

长期以来，由于公司产能比较紧张而国内市场的毛利率水平较高，所以并未积极的去开拓国际市场。伴随着公司海外市场战略的改变，将会加大海外市场的拓展，未来几年的海外收入占比有望超 50%。公司国际化征程刚开始，我们持续看好中国中端医疗器械在海外市场的强大竞争力。从下表中，我们可以看到，医疗器械公司海外市场收入占比均较高，鱼跃医疗 14.3% 的海外收入占比严重低于行业平均水平（至少 50% 左右）。

表 9：2012 年国内部分上市企业海外出口情况

公司	12 年海外市场收入	海外市场收入占比	主要产品
迈瑞医疗	5.87 亿美金	55.4%	监护仪，影像设备（超声，MRI），临床检验设备
大连蒙发利	16.33	92.2%	按摩器具（主要是按摩椅等）
蓝帆股份	12.68	95.1%	PVC 手套
九安医疗	2.46	69%	电子血压计，低频治疗仪
理邦仪器	2.47	64.6%	多参数监护仪，心电图机，超声，产科监护
康耐特	2.23	63%	硬树脂光学眼镜片
鱼跃医疗	1.87	14.3%	制氧机、轮椅、氧气阀、雾化器等
宝莱特	0.86	48.16%	监护仪等

资料来源：相关公司年报 中投证券研究总部

四、投资建议：推荐

鱼跃作为家用医疗器械领域的龙头，竞争优势比较明显，将长期受益于家用医疗器械行业的快速发展。血糖监测产品和空气净化消毒器等新产品未来几年将会对该业务板块形成重要支撑。

12年末公司将高值医用耗材确立为另外一个重要发展方向，企业13年面临重大战略转型，有望通过并购进军医用耗材领域。从公司过往经历等多方面分析（见正文），我们认为公司是具备这种跨界能力的，机遇大于挑战！

13年会是公司拐点，业绩有望逐季度好转；预计14-16年，新产品有望加速放量和高值医用耗材的并购将显著拉动公司的增长，公司将重新回到30%-40%左右利润增速。

考虑到公司未来成长空间较大，中长线的稳健投资者可逢低介入。

4.1 主要产品预测

公司在2011-2012扣非后均保持了20-30%的增长，我们先保守预计：

1.2013年传统主业利润保持10-15%左右增长；

2.血糖产品13年贡献收入和利润分别1亿和0.1亿（推广费用较高）；

加上少量政府补贴，预计公司13年业绩有望增长23%左右（3亿利润）。

表10：主要产品收入预测(单位：百万)

项目	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
康复护理系列	643.33	710.67	852.83	1007.83	1233.45
收入增长率	30.23%	10.47%	20.00%	18.17%	22.39%
毛利率	28.55%	31.03%	32.80%	35.93%	38.23%
康复护理-电子血压计	74.09	88.91	106.69	128.03	153.63
收入增长率	62.44%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	55.00%	62.00%	60.00%	58.00%	56.00%
康复护理-轮椅	136.38	140.47	144.69	149.03	153.50
收入增长率	62.36%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	14.34%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%
康复护理-血糖仪		18.00	100.00	170.00	300.00
收入增长率			455.56%	70.00%	76.47%
毛利率		45.00%	45.00%	55.00%	55.00%
康复护理-睡眠呼吸机				10.00	20.00
收入增长率					100.00%
毛利率				60.00%	60.00%
康复护理-空气净化器			15.00	40.00	70.00
收入增长率				166.67%	75.00%
毛利率			40.00%	40.00%	40.00%
康复护理-其他	432.86	463.29	486.45	510.78	536.31
收入增长率	18.79%	7.03%	5.00%	5.00%	5.00%

毛利率	28.50%	28.50%	28.50%	28.50%	28.50%
医用供氧系列	353.75	439.63	522.21	611.35	704.84
收入增长率	39.82%	24.28%	18.78%	17.07%	15.29%
毛利率	43.63%	47.18%	46.92%	46.62%	46.27%
医用供氧-制氧机	317.75	403.99	484.79	572.05	663.58
收入增长率	49.18%	27.14%	20.00%	18.00%	16.00%
毛利率	45.50%	49.00%	48.50%	48.00%	47.50%
医用供氧-其他	36.00	35.64	37.42	39.29	41.26
收入增长率	-10.00%	-1.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	27.12%	26.50%	26.50%	26.50%	26.50%
医用临床系列	173.31	158.15	221.70	318.49	471.81
收入增长率	29.34%	-8.75%	40.19%	43.66%	48.14%
毛利率	43.96%	38.54%	39.72%	41.04%	42.59%
医用临床-X光机	41.34	40.93	47.07	54.13	62.25
收入增长率	70.48%	-1.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	41.00%	40.00%	39.50%	39.00%	38.50%
医用临床-全科诊断	30.60	2.00	5.00	10.00	20.00
收入增长率	93.20%	-93.46%	150.00%	100.00%	100.00%
毛利率	85.00%	78.00%	77.00%	76.00%	75.00%
医用临床-缝合线	8.30	11.61	23.23	46.46	92.91
收入增长率	18.51%	40.00%	100.00%	100.00%	100.00%
毛利率	54.00%	53.00%	53.00%	53.00%	53.00%
医用临床-针灸针	39.07	58.60	87.91	131.86	197.79
收入增长率	35.33%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率	39.00%	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%
医用临床-其他	54.00	45.00	58.50	76.05	98.87
收入增长率	0.00%	-16.67%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	25.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
总收入	1170.39	1308.45	1596.74	1937.67	2410.10
收入增长率	32.41%	11.80%	22.03%	21.35%	24.38%
毛利率	35.39%	37.36%	38.38%	40.14%	41.43%

资料来源：公司年报等 中投证券研究总部

4.2 维持推荐评级

不考虑并购，我们预测公司 13-15 年 EPS 为 0.56、0.76、1.01 元。家用医疗器械行业潜力巨大，公司竞争优势明显，是值得长期关注的战略投资品种。另外，13 年即将走出业绩低谷，开始新一轮增长周期。我们维持推荐投资评级，6-12 个月目标价 23 元。

1) 相对估值：

按 14 年 30 倍市盈率来考虑，未来 6-12 月的目标价格为 23 元。

2) DCF 绝对估值：

家用医疗器械市场空间广阔，鱼跃医疗正处于高速增长阶段，采用的三阶段 DCF 估值法，假设 2013~2018 年为清晰预测期，2018~2027 年为过渡期，过渡期增长率由 20% 递减至 2%。2027 年起为永续增长阶段，永续增长率为 2%。其他具体假设见下表。

表 11: DCF 估值主要假设

项目	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	0.900	0.900
无风险利率 (%)	3.00%	3.00%
市场的预期收益率 (%)	11.00%	11.00%
股权资本成本 (Ke)	10.20%	10.20%
债务成本 Kd (%)	5.50%	5.50%
债务比率 D/(D+E)(%)	0.03%	0.03%
WACC	10.20%	10.20%
有效税率	15.00%	15.00%
永续增长率(%)	/	2.00%

资料来源: wind 中投证券研究总部

根据 DCF 估值模型，公司价格中枢为 23.4 元。敏感性分析显示公司的合理投资价值区间在 22~25.2 元/股。

表 12: DCF 估值敏感度分析

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
5.20%	54.81	64.12	79.25	108.14	185.24	1038.17
6.20%	43.14	48.67	56.82	70.07	95.38	162.91
7.20%	34.96	38.46	43.30	50.45	62.08	84.27
8.20%	28.95	31.28	34.35	38.60	44.88	55.09
9.20%	24.40	26.00	28.04	30.74	34.48	40.01
10.20%	20.87	22.00	23.40	25.20	27.58	30.87
11.20%	18.06	18.87	19.87	21.11	22.69	24.79
12.20%	15.79	16.39	17.11	17.99	19.08	20.48
13.20%	13.93	14.38	14.91	15.55	16.33	17.29
14.20%	12.38	12.73	13.13	13.60	14.16	14.85
15.20%	11.09	11.36	11.66	12.01	12.43	12.93
16.20%	10.00	10.20	10.44	10.71	11.02	11.39

资料来源: wind 中投证券研究总部

五、风险提示

1. 新产品不达预期。血糖监测产品如推广进度低于预期，或产能不能如期释放，或推广费用过高，都将影响血糖监测产品的利润。空气净化消毒器计划是3季度开始销售，但前提是如期获得产品注册证，也存一定不确定性。

2. 行业竞争加剧风险。制氧机等老产品，公司在市场中是绝对统治地位。如竞争对手采取低价销售策略，也可能对公司产品价格形成压力。

3. 原材料涨价风险。

4. 并购后带来的整合和管理的风险。

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	1391	1798	2364	营业收入	1312	1597	1938	2410
现金	321	512	740	1059	营业成本	823	984	1160	1412
应收账款	287	335	406	505	营业税金及附加	10	12	15	18
其它应收款	61	62	76	94	营业费用	96	117	138	169
预付账款	41	49	58	71	管理费用	124	150	178	217
存货	218	257	305	370	财务费用	-6	-6	-9	-13
其他	155	176	213	265	资产减值损失	7	10	8	9
非流动资产	457	477	496	508	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	358	388	407	营业利润	261	329	447	598
无形资产	65	65	65	65	营业外收入	19	15	15	15
其他	81	54	43	36	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1540	1868	2293	2872	利润总额	279	343	462	613
流动负债	226	252	299	357	所得税	34	42	56	75
短期借款	3	0	0	0	净利润	245	301	406	539
应付账款	170	199	237	287	少数股东损益	1	1	2	2
其他	53	54	62	70	归属母公司净利润	244	300	404	536
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	286	350	471	623
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.56	0.76	1.01
其他	3	3	3	3					
负债合计	228	255	302	360	主要财务比率				
少数股东权益	10	11	13	15	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	532	532	532	532	成长能力				
资本公积	69	69	69	69	营业收入	12.1%	21.7%	21.4%	24.4%
留存收益	701	1001	1378	1896	营业利润	19.2%	26.1%	36.1%	33.7%
归属母公司股东权益	1302	1602	1979	2497	归属于母公司净利润	7.8%	23.0%	34.7%	32.6%
负债和股东权益	1540	1868	2293	2872	获利能力				
					毛利率	37.3%	38.4%	40.1%	41.4%
					净利率	18.6%	18.8%	20.9%	22.2%
					ROE	18.8%	18.7%	20.4%	21.5%
					ROIC	22.4%	25.7%	30.7%	35.3%
					偿债能力				
					资产负债率	14.8%	13.6%	13.1%	12.5%
					净负债比率	1.31%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.80	5.51	6.01	6.62
					速动比率	3.83	4.49	4.99	5.58
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	0.94	0.93	0.93
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	5.16	5.34	5.33	5.39
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.76	1.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.44	0.56	0.70
					每股净资产(最新摊薄)	2.45	3.01	3.72	4.70
					估值比率				
					P/E	45.95	37.37	27.74	20.92
					P/B	8.62	7.00	5.67	4.49
					EV/EBITDA	38	31	23	18

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