

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

医用供氧增速欠佳, 新产品有望逐步放量

公司8月18日晚公布了半年报: 收入7.46亿, 同比增10.46%; 净利润1.56亿, 同比增14.55% (扣非后增10.05%), 略低于预期。公司预计三季报利润增0-30%。

投资要点:

- **收入平稳增长, 新产品研发和推广导致费用增长较快。**收入7.46亿, 同比增10.46%; 净利润1.56亿, 同比增14.55% (扣非后增长10.05%)。经营现金流6497万, 同比增347%, 明显改善。国内市场收入占比89.8%, 同比增长11.38%; 国际市场受欧洲经济不景气影响, 增速仅为3.41%, 以自主品牌销售的东南亚市场增长较快。毛利率约41%, 同比提高2个百分点, 主要是因为产品结构变化。费用1.28亿, 同比增长26%, 跟空气灭菌消毒净化器、采血管、留置针等新产品的研发费用和血糖等新品的推广费用等有关系。
- **医用供氧增速欠佳。**三大业务板块中, 康复护理和医用临床的收入增速均在22%左右, 增长较好, 康复护理毛利率上升3.2个百分点。电子血压计同比增长40-50%以上 (去年同期因产品虚焊问题有少量召回), 轮椅增长20%左右。医用供氧下滑10.7%, 主要原因: 1. 海外市场影响, 主要是欧洲市场 (欧洲占制氧机出口量的50%左右); 2. 下半年会推出制氧机新产品 (9F系列和便携式制氧机) 来进行产品升级换代, 公司有意对渠道存货进行了清理, 上半年未做促销活动且低毛利率制氧机产品的发货有所限制 (上半年医用供氧毛利率上升4.9个百分点)。
- **血糖等新产品有望逐步放量。**血糖仪及试纸上半年销售收入近3000万 (2季度2000万左右), 医院市场销售占比近1/3, 医院市场拓展顺利: 开发的三级医院有三十多家, 三级以下医院200余家; 血糖全年收入预计至少0.8亿到1亿。空气灭菌消毒净化器7月份拿到注册证, 未来是亿元品种。糖化血红蛋白、真空采血管、留置针、缝合线、皮肤缝合器等一批在研新品研发进展顺利。
- **中短期业绩弹性主要看并购。**观察行业里面的上市公司, 近1-2年并购进入了高峰期, 预计公司主业增长平稳, 中短期业绩的弹性在于并购。
- **维持推荐评级。**我们预测13-15年EPS为0.56、0.74和0.98元。对比板块估值, 维持6-12个月目标价23元。

风险提示: 新产品拓展低于预期风险、传统产品竞争加剧风险、并购低于预期风险

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1312	1546	1875	2321
收入同比(%)	12%	18%	21%	24%
归属母公司净利润	244	298	395	521
净利润同比(%)	8%	22%	33%	32%
毛利率(%)	37.3%	38.8%	40.5%	41.6%
ROE(%)	18.8%	19.3%	21.0%	22.4%
每股收益(元)	0.46	0.56	0.74	0.98
P/E	44.04	36.09	27.20	20.64
P/B	8.26	6.95	5.71	4.63
EV/EBITDA	37	30	23	17

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 23.00元

当前股价: 20.22元

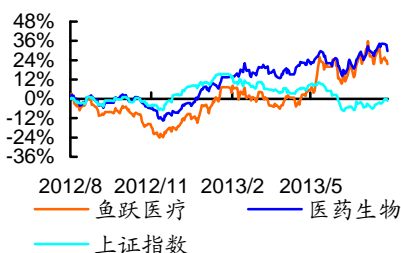
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2081.88
总股本(百万)	532
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	97
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	-5.69%	13.78%	10.86%
医药生物	1.00%	7.02%	14.44%
上证指数	1.09%	-6.42%	-14.41%



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-2013-4-24
- 鱼跃医疗-基本面见底, 13年业绩有望逐季度好转-2013-4-16
- 鱼跃医疗-业绩略低于预期, 13年有望出现拐点-2013-2-26

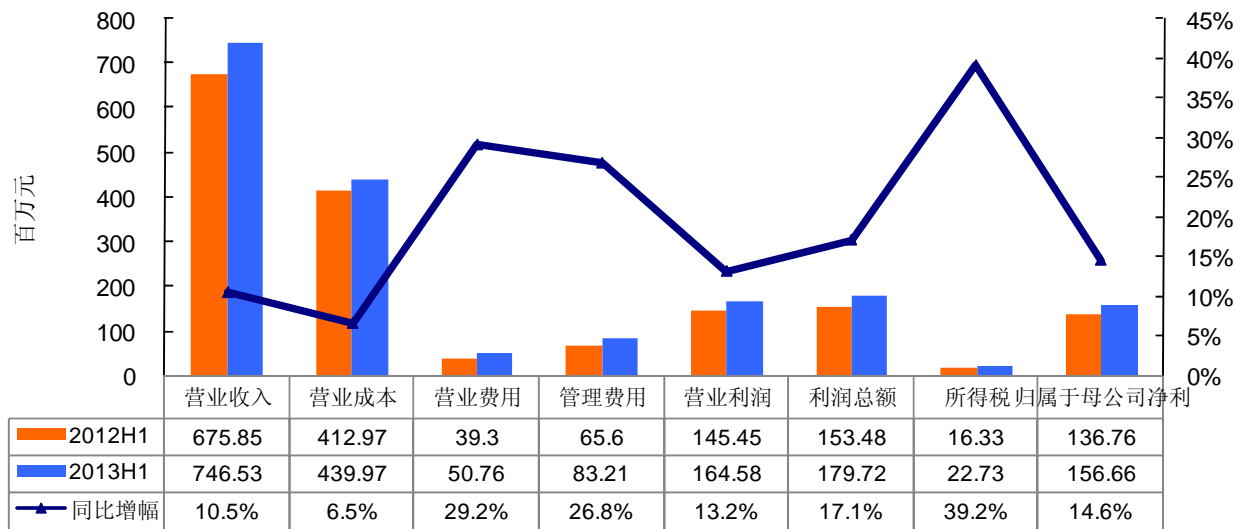
一、收入平稳增长、费用增长较快

1. 利润表基本数据解读

营业收入平稳增长 10.5%。康复护理和医用临床的收入增速均在 22%左右，增速较好，康复护理毛利率上升 3.2 个百分点。电子血压计同比增长 40-50% 以上（去年同期因产品虚焊问题有少量召回），轮椅增长 20%左右。医用供氧下滑 10.7%，主要原因：1. 海外市场影响，主要是欧洲市场（欧洲占制氧机出口量的 50%左右）；2. 下半年会推出制氧机新产品 9F 系列和便携式制氧机等来逐步进行产品升级换代，公司有意对渠道存货进行了清理，上半年未做促销活动且低毛利率产品的发货有所限制（上半年医用供氧毛利率上升 4.9 个百分点）。

公司期间费用 12788.65 万元，同比增长了 25.99%，主要原因：1、营业收入增加导致相应的运输和人员费用增加；2、不断加强营销队伍尤其是医院市场队伍建设，导致营销人员工资及相关差旅费用支出增加；3、公司不断加大研发投入，导致研发费用同比大幅增长。2013 年上半年公司研发费用 5023.06 万元，同比增加了 24.68%。持续的研发投入也取得了较好的研发成果，数字化全科诊断产品已取得科技厅重大科技成果转化认定，并实现小批量生产，空气灭菌消毒净化器已取得销售许可证件，并可实现批量化生产的能力，同时公司真空采血管、留置针等产品的研发进展顺利。

图 1：鱼跃医疗 13 年中报主要盈利性指标变化



来源：鱼跃医疗中报 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)	12年1Q	12年2Q	12年3Q	12年4Q	13年1Q	13年2Q	2Q环比	2Q同比
营业总收入	326	350	328	308	362	385	6.2%	9.9%
营业成本	205	208	195	215	222	218	-1.8%	4.6%
营业费用	16	23	31	25	20	31	57.5%	33.9%
管理费用	26	39	43	15	37	46	25.0%	17.3%
财务费用	0	-3	-1	-2	-6	0	-96.4%	-93.4%
营业利润	71	74	56	59	77	87	12.9%	17.8%
利润总额	75	78	59	66	85	94	10.3%	20.5%
所得税	9	8	7	11	9	14	57.0%	84.6%
归属于母公司净利润	66.28	70.49	52.1	55.24	76.56	80.09	4.6%	13.6%
EPS	0.16	0.13	0.10	0.10	0.14	0.15	7.1%	15.4%
毛利率	37.2%	40.5%	40.5%	30.4%	38.7%	43.3%	12.0%	7.1%
营业费用率	4.9%	6.6%	9.6%	8.3%	5.4%	8.1%	48.2%	21.8%
管理费用率	8.0%	11.3%	13.1%	4.9%	10.2%	12.0%	17.7%	6.8%
营业利润率	21.9%	21.2%	17.2%	19.0%	21.4%	22.7%	6.3%	7.2%
实际所得税率	11.7%	9.6%	11.0%	16.7%	10.3%	14.7%	42.3%	53.2%

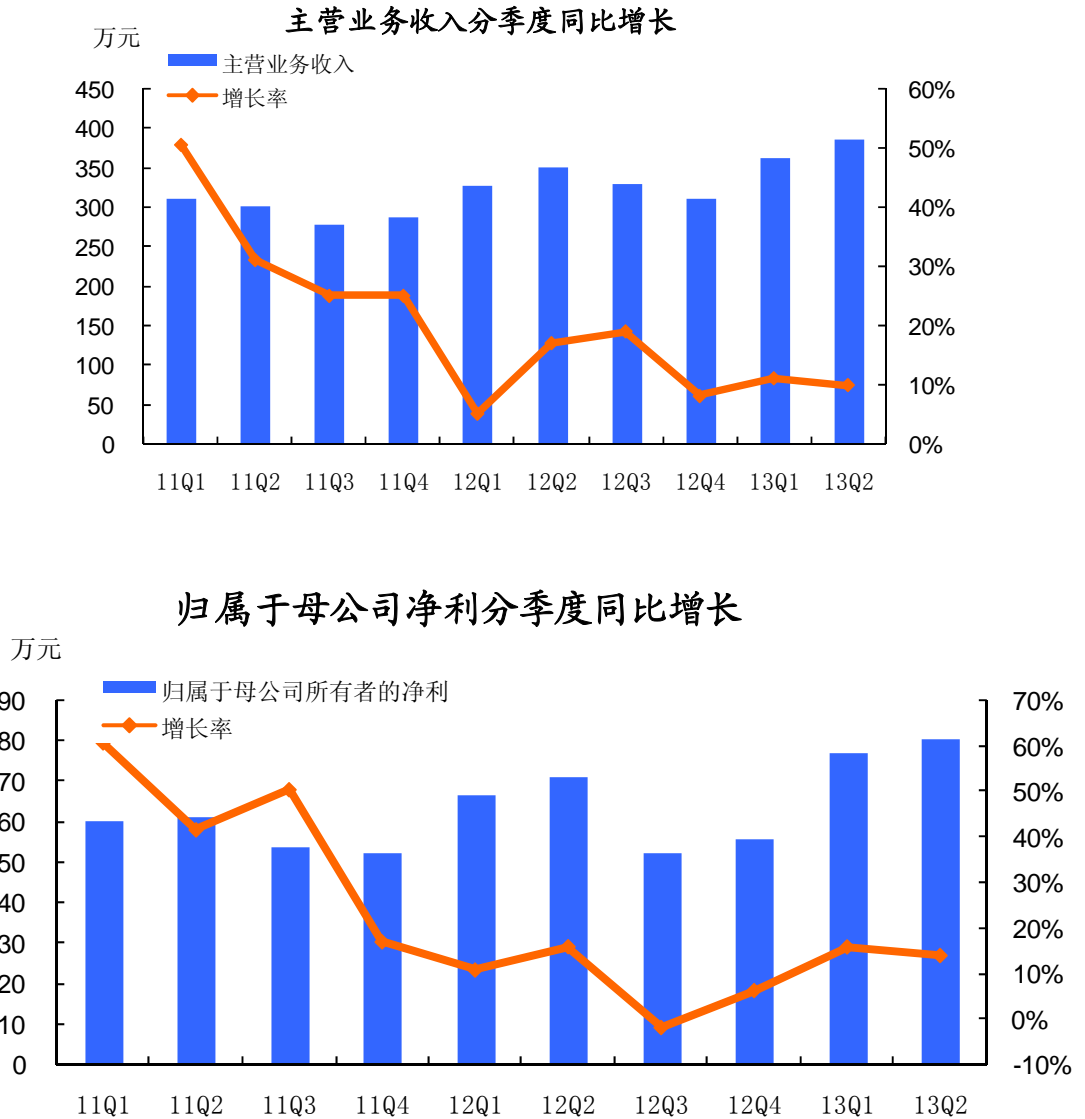
资料来源: 鱼跃医疗报表、中投证券研究总部

2 季度营业费用和管理费用增长较快, 跟空气灭菌消毒净化器、采血管、留置针等新产品的研发费用和血糖等新品的推广费用等有关系。

2 季度财务费用主要是利息收入增加较多。

2 季度毛利率提升了近 3 个百分点, 主要是跟产品结构变化有关系 (高毛利率产品的收入占比提升)。

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

收入和利润均是小幅平稳增长，业绩能否加速主要看新产品放量及并购的进度。

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。我们预测 13-15 年 EPS 为 0.56、0.74 和 0.98 元。对比板块估值，维持 6-12 个月目标价 23 元。

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	1327	1691	2175	营业收入	1312	1546	1875	2321
现金	321	478	669	920	营业成本	823	946	1116	1354
应收账款	287	324	393	487	营业税金及附加	10	12	14	18
其它应收款	61	60	73	91	营业费用	96	108	131	162
预付账款	41	47	56	68	管理费用	124	153	178	211
存货	218	247	293	355	财务费用	-6	-6	-8	-11
其他	155	170	206	255	资产减值损失	7	8	6	6
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	325	437	580
无形资产	65	65	65	65	营业外收入	19	16	15	15
其他	81	54	43	36	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1540	1804	2187	2683	利润总额	279	341	452	595
流动负债	226	244	289	345	所得税	34	41	55	72
短期借款	3	0	0	0	净利润	245	299	397	523
应付账款	170	191	228	275	少数股东损益	1	1	2	2
其他	53	53	62	69	归属母公司净利润	244	298	395	521
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	286	347	462	607
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.56	0.74	0.98
其他	3	3	3	3					
负债合计	228	247	292	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	945	1281	1720	营业收入	12.1%	17.8%	21.2%	23.8%
归属母公司股东权益	1302	1546	1882	2320	营业利润	19.2%	24.7%	34.4%	32.9%
负债和股东权益	1540	1804	2187	2683	归属于母公司净利润	7.8%	22.0%	32.7%	31.8%
					获利能力				
					毛利率	37.3%	38.8%	40.5%	41.6%
					净利率	18.6%	19.3%	21.1%	22.4%
					ROE	18.8%	19.3%	21.0%	22.4%
					ROIC	22.4%	25.9%	30.7%	35.2%
					偿债能力				
					资产负债率	14.8%	13.7%	13.3%	12.9%
					净负债比率	1.31%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.80	5.44	5.84	6.31
					速动比率	3.83	4.42	4.83	5.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	0.92	0.94	0.95
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	5.16	5.24	5.33	5.39
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.56	0.74	0.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.48	0.55	0.70
					每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.91	3.54	4.37
					估值比率				
					P/E	44.04	36.09	27.20	20.64
					P/B	8.26	6.95	5.71	4.63
					EV/EBITDA	37	30	23	17

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

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