



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药：医疗器械

焦阳

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

鱼跃医疗 — 2014 年业绩 增速将会提升

近期，我们参加了**鱼跃医疗**(002223.CH/人民币 23.75, 未有评级)的股东大会，与公司的高管进行了深入交流。总体来看，公司正在把营销工作的重心向终端和医院转移，这将大幅提升公司的整体竞争力以及长期成长性；考虑到制氧机和血糖产品等重点产品的成长性，我们认为 2014 年公司的业绩增速将会提升至 20-30% 的水平，多个新品陆续上市也将给公司业绩提供向上的弹性。

2013 年是公司的升级转型年。公司在渠道、产品、营销多个方面做出了巨大的转变，相应的各项费用也有较大幅度增长。我们估计 2013 年公司收入在 15 亿元左右，同比增速约为 15%，净利润在 2.7-2.8 亿元之间，同比增速在 12% 左右。

1. **渠道深耕：**公司希望更加贴近终端和用户，因此 2013 年开始公司将费用向终端和用户倾斜，这种做法触动原有渠道的利益结构，对销售造成了一定不利影响。Q3-Q4 公司没有对渠道进行任何促销，而是将大部分的费用投向终端，用在品牌建设上，这种做法 2014 年还会继续。公司与 Interbrand 和奥美合作，加强品牌和产品推广，并确保费用有效合理的使用。
2. **产品升级：**公司目标是产品质量达到国际水平，产品价格也达到相应的档次，这要靠新型号、新品种、全品类的推动，制氧机 9F 取代 7F、轮椅车更多使用铝合金材料正是在这个大背景下发生的。公司在苏州建设了一个全新工厂，占地面积与丹阳基地相似，工厂硬件水平业内领先，未来真空采血管、空气消毒净化器等产品将在这里生产，相应的产品质量和可靠性也会继续保持业内领先水平。
3. **营销转型：**过去公司的营销队伍主要从事传统渠道销售工作，未来将会更多的面向终端以及电商渠道中，这对公司营销队伍的能力有了更高的要求，也需要公司储备更多的营销人员。

2014 年公司的营销重心：

1. 2014 年公司借助电视广告进行产品和品牌推广。现阶段，越来越少有医疗器械公司通过全国性电视媒体进行产品推广，一方面是由于产品规模受限，另一方面是由于电视广告费用高昂。公司发展步入当前阶段，有必要也有能力剂型品牌和产品宣传，让国内消费者了解公司的的业内地位以及整体实力。
2. 电子商务是公司 2014 年的重要增长点。我们估计公司电商 2013 年销售额 6000-7000 万元目前的存量销售主要是电子血压计、血糖系列产品、制氧机。我们预计 2014 年空气消毒净化器、保健氧等新品将会贡献较大增量，销售额也有望翻番式增长
3. 加强与连锁药房的合作。2013 年公司涌现了一批年销售额在 1000 万元左右的客户，这些客户大多是地区连锁终端或终端的控制方。公司高管近期拜访了多个全国性或地区性的零售连锁公司，下一步将有计划有步骤的与终端进行更为紧密的合作

公司主要产品情况：

1. 制氧机：2013年下半年公司推出了9F系列制氧机，并逐步替换原有的主打品种7F系列。9F系列在外观、功能、可靠性方面较7F系列均有大幅提升，毛利率也较高。2014年7F系列制氧机的渠道存货仍在继续清理，目前已进入尾声。我们估计2014年中期公司将完成9F系列对7F系列的替换工作。目前家用保健氧市场增长非常迅速，因此公司计划在一季度推出小型保健氧机器，我们估计保健氧产品初期会在电商渠道销售，2014年销售额达到有望达到0.5-1亿元。
2. 血糖产品：我们估计公司2013年血糖产品的销售额在6000-7000万元之间，其中医院渠道销售进展顺利，OTC渠道销售有一定程度的主动控制。我们估计2014年公司开医院数量以及医院销售额将继续保持快速增长，OTC的销售将会正常，整体销售额有望翻番。在医院推广方面，以母义明（301医院），赵家军（山东省立医院），宁光（瑞金医院）为首组成的18人医学顾问团队权威性高，为公司产品的学术推广提供了巨大的支持。未来公司的其他医院类产品将借助血糖产品的渠道和知名度，以同样或类似的方式开展销售。
3. 空气消毒净化器：公司目前月产能4000-5000台，生产满负荷，产品脱销，导致只有部分地区的经销商有货。我们估计春节后该产品将会全面推向市场。
4. 其他新产品：胰岛素注射针、真空采血管、手术刀负极贴片、留置针、缝合线均会在2014年上市。2014年底将会把睡眠呼吸机推向市场，届时公司将拥有呼吸系统的全套解决方案。公司还在积极谋求在血压监测领域的新品开发和代理。

公司前段时间收购了关联公司优阅光学。优阅光学注册资本1000万元，目前主要生产高端老花镜。公司收购优阅光学进入眼镜生产领域，目的是探索性开展隐形眼镜在OTC渠道的销售工作，为未来的发展积累经验。目前国内隐形眼镜在药店渠道销售的比例很低，而国外药店是隐形眼镜销售的主要渠道，因此在这方面公司和OTC渠道的利益高度一致。优阅光学目前最大的客户是一心堂，这无疑为公司的工作创造了很好的便利条件。丹阳作为眼镜之都，其树脂镜片产量约占国内市场的70%，也有很多隐形眼镜的生产商，其中国内最大的隐形眼镜生产基地也在丹阳。隐形眼镜的需求相对高端，国内销量领先的品牌基本被外资垄断。如果国内品牌产品质量能够达到合资品牌的标准，进口替代的空降将会非常广阔。2013年国内隐性市场规模在30亿元左右，市场增长迅速。不过，获得隐形眼镜聘问需要周期较长，加上生产基地建设等因素的影响，我们估计公司的隐形眼镜产品3年后才会形成实质销售。

我们认为，公司面向终端、面向医院的营销战略重心已经确立，已经做好了系统性的营销工作规划并已付诸实施，长期发展空间已经打开。营销转型将促进原有产品的销售增长，新产品的上市销售也会提升公司销售增速，我们预计2014年公司业绩增速有望回升至30%左右。考虑到当前医疗器械行业的并购浪潮以及公司在行业内的领先地位，我们估计公司将会继续积极尝试通过外延式扩张发展壮大。我们建议投资者积极关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371