

鱼跃医疗

2014年新产品有望放量

经 2013 年大力推广，公司新产品有望放量

2013 年公司在巩固传统产品市场地位的同时，加大了对医院用血糖仪及试纸、空气净化消毒器等新产品的推广力度，我们认为新产品有望于 14 年放量。此外公司新英文品牌“yuwell”的建立，也有望对海外销售产生助推作用。

专注家用医疗器械和高值医用耗材业务

公司战略专注于家用医疗器械和高值医用耗材业务，我们认为未来将以开发高毛利和高附加值的产品为重要方向，我们认为公司在推进自身新产品研发的同时，将通过并购等方式快速扩充公司产品线。

若成功收购上械集团，将实现优势互补

公司公告，大股东鱼跃科技拟收购华润万东 51.51% 股份和上海医疗器械集团（上械），而后将上械集团注入到上市公司平台。如若成功收购，公司有望与上械集团实现优势互补：主要体现在销售渠道的互补。公司强于 OTC 渠道而上械集团强于医院渠道。

估值：提高目标价至 32 元，给予“买入”评级

暂不考虑公司收购上械集团的影响，我们认为公司将受益于 13 年对新产品的大力推广，血糖仪及空气净化消毒器等 14 年有望放量，我们上调 14-16 年预测 EPS 至 0.66/0.85/1.01 元（原 0.64/0.82/0.98 元），根据瑞银 VCAM 贴现现金流估值（WACC 9%）得到目标价 32 元（原 30.5 元），对应 14 年 48 倍，而目前可比公司平均估值 47 倍。公司自复牌以来，股价已下跌 23%，我们认为公司已进入买入区间，上调公司至“买入”评级（原“中性”）。

Equities

中国

医疗用品

12 个月评级 **买入**
之前: 中性

12 个月目标价 **Rmb32.00**
之前: Rmb30.50

股价 **Rmb23.20**

路透代码: 002223.SZ 彭博代码 002223 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb30.65-17.40

市值 Rmb12.3 十亿/US\$1.98 十亿

已发行股本 532 百万 (ORDA)

流通股比例 86%

日均成交量(千股) 8,183

日均成交额(Rmb 百万) Rmb197.4

普通股股东权益 (12/14E) Rmb1.80 十亿

市净率 (12/14E) 6.8x

净债务 / EBITDA NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.64	0.66	2.31	0.65
12/15E	0.82	0.85	3.15	0.84
12/16E	0.98	1.01	2.35	0.98

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	1,171	1,312	1,424	1,796	2,212	2,688	3,361	4,201
息税前利润(UBS)	217	260	258	381	508	599	800	1,000
净利润 (UBS)	190	228	227	349	450	535	617	772
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.36	0.43	0.43	0.66	0.85	1.01	1.16	1.45
每股股息 (Rmb)	0.08	0.10	0.10	0.14	0.18	0.21	0.24	0.30
现金 / (净债务)	330	319	300	434	664	934	1,210	1,571
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	18.5	19.8	18.1	21.2	23.0	22.3	23.8	23.8
ROIC (EBIT) (%)	32.3	29.4	23.3	29.4	35.0	37.1	44.0	48.2
EV/EBITDA(core)x	41.6	26.8	35.8	26.5	20.1	16.9	12.6	9.9
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	55.1	35.5	47.4	35.3	27.4	23.0	20.0	16.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.2	3.2	0.3	1.4	2.3	2.8	2.9	3.6
净股息收益率(%)	0.4	0.7	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	1.3

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出。(E): 根据 2014 年 05 月 12 日 22 时 37 分的股价(Rmb23.20)得出;

投资主题

鱼跃医疗

投资理由

公司是我国 OTC 医疗器械第一品牌，拥有多达 50 多个品种，覆盖家庭医疗器械、医疗设备、医用耗材和中医器械各个方面。公司经过 3-4 年的快速增长期后，进入平稳增长阶段。公司注重研发，已经上市血糖监测产品；未来产品储备丰富，且我们估算新产品毛利率都将超过 50%。我们预计未来公司将重点开拓医院及国际市场。另外，公司有望通过外延收购与公司渠道匹配的产品，增加业绩驱动力。我们的目标价 32 元对应公司 2014 年 48 倍 PE 估值。瑞银 14-16 年 EPS 预测为 0.66/0.85/1.01 元，给予“买入”评级。

乐观情景

康复护理系列是公司业绩的最大来源，如果 2014 年康复护理系列产品收入 11.8 亿元，同比增长 40%，我们估算 EPS 约为 0.68 元，高出我们基准预测 3%，对应每股估值 32.64 元。

悲观情景

如果 2014 年康复护理系列产品收入 10.1 亿元，同比增长 20%，我们估算 EPS 约为 0.64 元，低出我们基准预测 3%，对应每股估值 30.72 元。

近期催化剂

若鱼跃科技成功收购华润万东 51.51% 的股权和上海医疗器械集团。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb32.00

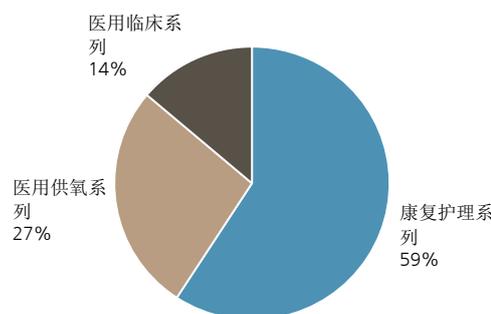
公司简介

江苏鱼跃医疗设备股份有限公司是国内医疗器械行业的龙头公司之一，主营康复护理系列和医用供氧系列医疗器械产品。公司多个产品市场占有率国内第一。公司是典型民营企业，OTC 销售渠道以及海外订单一直是公司的重要看点，公司正在努力建设其医院销售渠道，深化渠道和品牌建设成为公司未来主要发展方向。

行业展望

国外医疗器械与药物的消费比例是 1:1.9，而我国仅为 1:5，具有较大提升空间。目前我国医疗器械的需求约 4000-5000 亿元，我们预计未来 10 年仍将保持 15% 的增速稳定增长。同时我国医疗器械出口增速稳定，并逐步增加高值产品及自有品牌产品。

收入按产品分布，2013 (%)



来源：公司公告

各类产品的毛利

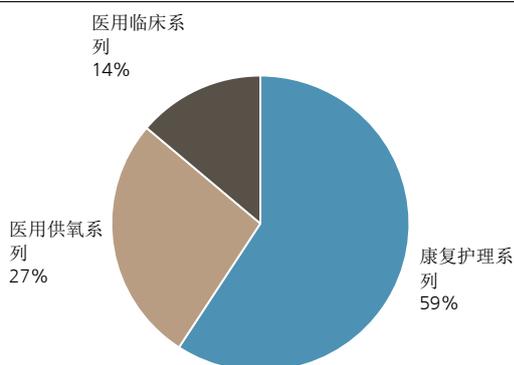
单位： 万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
康复护理系列	22,134	27,011	35,520	44,400	54,612
医用供氧系列	20,666	18,683	22,999	26,448	30,416
医用临床系列	5,932	7,598	10,208	13,270	16,720

来源：公司公告，瑞银证券估算

14 年新产品有望发力

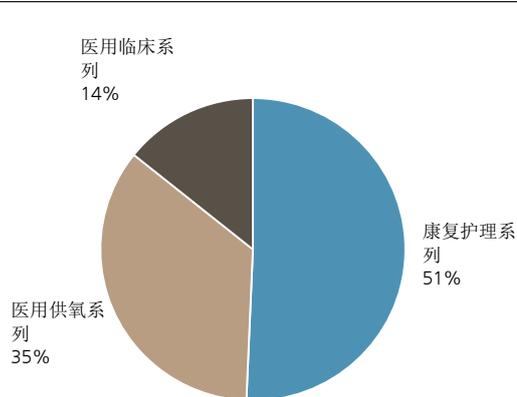
公司经过多年的发展，成为专注于家用医疗器械和高值医用耗材业务的器械龙头企业。公司产品主要分为三个大类别，分别是康复护理系列（血糖仪、血压计、听诊器和轮椅车等）、医用供氧系列（制氧机、氧气阀、氧气袋等）和医用临床器械（针灸针、缝合线、X 光机、全科诊断等）。其中康复护理系列产品是公司收入和业绩的主要来源，2013 年占比收入 59%，占比毛利 51%。

图表 1: 2013 年公司分业务收入占比



来源: 公司公告

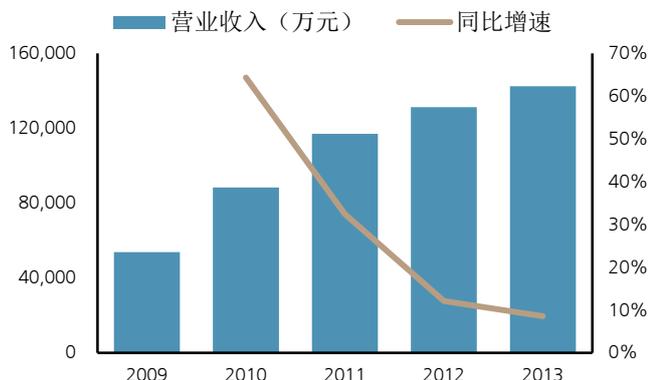
图表 2: 2013 年公司分业务毛利占比



来源: 公司公告

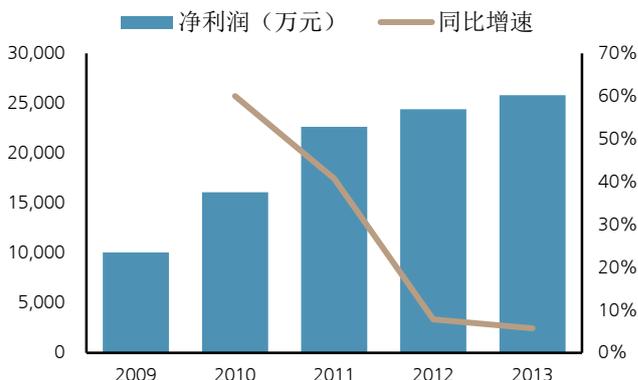
2013 年公司收入 14.2 亿元，同比增长 8.6%，扣非前净利润为 2.58 亿元，同比增长 5.7%。公司收入增长主要来源于制氧机、电子血压计、针灸针、血糖仪及试纸等公司战略产品。

图表 3: 2009-2013 年收入复合增速 28%



来源: 公司公告

图表 4: 2009-2013 年利润复合增速 27%



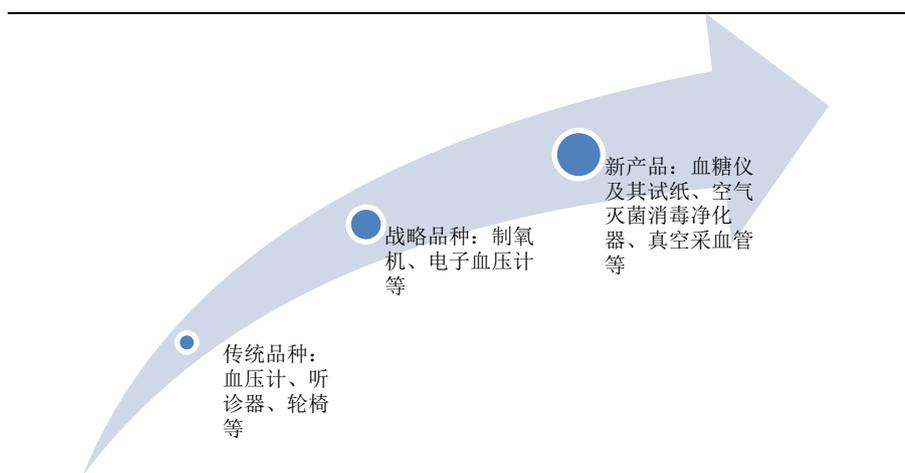
来源: 公司公告。注: 本地会计准则。

2013 年公司受调整产品线及渠道梳理的影响，收入和利润增速均有下滑。13 年公司加大了对新产品医院用血糖仪及高值耗材的推广，我们认为 14 年新产

品有望放量，未来随着产品的不断上市以及公司品牌的提升，公司有望重回高速增长的轨道。我们预计：

- 传统产品：血压计、听诊器、轮椅等老品种市场占有率高，未来产品销售将趋于稳定；
- 战略品种：制氧机、电子血压计保持快速增长；
- 新产品：血糖仪及试纸、空气灭菌消毒净化器、真空采血管等经过市场推广之后有望进入快速增长期，未来新产品放量是增长的主要动力。

图表 5: 新产品放量有望是公司未来成长的主要动力



来源: 瑞银证券估算

若鱼跃科技成功收购华润万东及上械集团， 应将能够与公司优势互补

公司公告，公司大股东鱼跃科技拟受让北药集团所持有的华润万东 51.51% 股权，及上海医疗器械集团所有股权，届时上海医疗医械集团将被注入到上市公司平台。为解决控股股东将来可能存在的同业竞争问题，公司拟剥离体内所有与医学影像业务相关的设备和存货出售于华润万东，总体作价约 1000 万元。剥离之后公司将更专注于家用医疗器械产品及医用高值耗材业务的战略规划。

公司有望携手上械打造国内器械巨头

上械集团品牌竞争力强，产品线丰富，资产优质。上械集团为 1991 年 3 月 14 日在上海注册成立的国有独资公司，其前身是上海医疗器械工业（集团）公司，具有 60 余年的悠久历史。上械集团主要产品门类包括手术器械、离心机、卫生材料及敷料、药用膏贴等。上械集团拥有先进的科研实力和完备的生产工艺，注册商标有“上医”、“鸽牌”、“金钟”、“中亚”、“上卫”、“三叶”、“三线”、“上海”、“天平”、“阿洛卡”、“泰雷兹”、“麦迪逊”等十余个商标，其中“上卫”、“金钟”、“上卫”等都是全国高度竞争力的品牌，在医院渠道优势明显，几乎没有其他有力的竞争

者。以 2014 年 2 月 28 日为评估基准日，上械集团净资产评估价值为人民币 6.91 亿元。上械 13 年收入 7.5 亿元，净利润 4278 万元。

我们认为如果收购完成，公司与上械将协同发展，优势互补，强强联合。

- 就渠道而言：鱼跃医疗优势在于 OTC 渠道，而上械集团则强于医院渠道，二者产品能够相互渗透，具有销售上的协同。鱼跃医疗能够通过上械的渠道销售血糖仪及高值耗材。
- 就管理机制而言：鱼跃医疗作为民营企业，运营高效，而上械受限于国企机制激励不足。若上械转变为民营机制，我们认为其运营效率提升空间较大。
- 就产品而言：鱼跃医疗与上械集团均有较丰富的产品储备，收购后公司产品将更为丰富。

估值：上调目标价至 32 元，给予“买入”评级

暂不考虑公司收购上械集团的影响，我们认为公司将受益于 13 年对新产品的大力推广，血糖仪及空气净化消毒器等高毛利产品于 14 年有望放量，业绩拉动效益明显，由此我们上调 14-16 年预测 EPS 至 0.66/0.85/1.01 元（原 0.64/0.82/0.98 元），根据瑞银 VCAM（WACC 9%）估值得到目标价 32 元（原 30.5 元），对应 14 年 48 倍。我们选取 A 股市场中以医院及个人消费者为目标市场的医疗器械生产型上市做为可比公司，目前可比公司平均估值 47 倍，鱼跃医疗做行业龙头给予 48 倍估值，我们认为估值合理。

图表 6: 盈利预测调整明细

		2014E	2015E	2016E	
康复护理系列	调整前	收入 (万元)	105,114	129,290	155,148
		增长率	25%	23%	20%
	调整后	收入 (万元)	107,637	134,546	165,491
		增长率	28%	25%	23%
医用供氧系列	调整前	收入 (万元)	44,081	48,489	53,338
		增长率	15%	10%	10%
	调整后	收入 (万元)	45,997	52,897	60,831
		增长率	20%	15%	15%

来源:瑞银证券估算

图表 7: 可比公司估值 (以 2014 年 5 月 9 日收盘价)

证券代码	证券简称	EPS (元)				当前股价 (元)	PE			
		2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
600587.SS	新华医疗	1.17	1.74	2.53	3.40	62.90	54	36	25	19
300326.SZ	凯利泰	0.83	1.39	1.91	2.57	56.70	68	41	30	22
300246.SZ	宝莱特	0.20	0.31	0.38	0.49	19.40	98	63	50	39
300314.SZ	戴维医疗	0.40	0.48	0.59	0.74	17.30	43	36	29	23
300206.SZ	理邦仪器	0.27	0.52	0.76	1.08	23.25	87	45	31	22
300003.SZ	乐普医疗	0.45	0.55	0.70	0.88	21.58	48	39	31	25
300273.SZ	和佳股份	0.40	0.69	0.97	1.36	33.85	86	49	35	25
300030.SZ	阳普医疗	0.31	0.24	0.35	0.52	9.91	32	42	28	19
300238.SZ	冠昊生物	0.33	0.45	0.59	0.75	39.90	121	89	68	53
300298.SZ	三诺生物	1.24	1.66	2.19	2.68	55.13	44	33	25	21
平均							71	47	36	27
002223.SZ	鱼跃医疗	0.49	0.66	0.85	1.01	23.70	49	36	28	23

来源: WIND, 鱼跃医疗、新华医疗和和佳股份预测为瑞银证券估算, 其余为 WIND 一致预期。

公司自复牌以来已累计下跌 23%, 目前对应 14 年估值 36 倍, 而公司自 08 至今历史平均估值水平为 58 倍, 我们认为目前公司已进入买入区间, 上调公司至“买入”评级, 公司作为医疗器械行业龙头公司具备长期投资价值。

鱼跃医疗 (002223.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	1,171	1,312	1,424	1,796	26.1	2,212	23.1	2,688	3,361	4,201
毛利	416	489	537	689	28.4	843	22.4	1,020	1,275	1,594
息税折旧摊销前利润(UBS)	243	291	291	449	54.2	581	29.2	677	882	1,088
折旧和摊销	(27)	(31)	(34)	(68)	102.1	(72)	6.0	(77)	(82)	(88)
息税前利润(UBS)	217	260	258	381	47.9	508	33.4	599	800	1,000
联营及投资收益	1	0	0	0	0.0	0	0.0	0	0	0
其他非营业利润	(2)	(5)	4	12	240.3	(4)	-	(4)	(5)	(7)
净利息	3	6	1	10	625.4	16	53.3	23	32	41
例外项目(包括商誉)	42	18	36	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	260	279	298	403	35.3	521	29.0	619	826	1,034
税项	(33)	(34)	(40)	(53)	-33.9	(68)	-29.0	(81)	(206)	(258)
税后利润	228	245	259	350	35.5	452	29.0	538	619	775
优先股股息及少数股权	(1)	(1)	(1)	(1)	-174.1	(2)	-29.0	(2)	(2)	(3)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	226	244	258	349	35.2	450	29.0	535	617	772
净利润(UBS)	190	228	227	349	54.1	450	29.0	535	617	772
税率(%)	12.5	12.2	13.3	13.1	-1.1	13.1	0.0	13.1	25.0	25.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.36	0.43	0.43	0.66	54.1	0.85	29.0	1.01	1.16	1.45
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.43	0.46	0.49	0.66	35.2	0.85	29.0	1.01	1.16	1.45
每股收益(UBS, 基本)	0.36	0.43	0.43	0.66	54.1	0.85	29.0	1.01	1.16	1.45
每股股息净值(Rmb)	0.08	0.10	0.10	0.14	37.6	0.18	29.0	0.21	0.24	0.30
每股账面价值	2.07	2.45	2.83	3.39	19.6	4.10	20.9	4.93	5.88	7.09
平均股数(稀释后)	531.61	531.61	531.61	531.61	0.0	531.61	0.0	531.61	531.61	531.61
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	330	322	323	454	40.8	684	50.6	954	1,230	1,591
其他流动资产	538	761	956	823	-14.0	1,014	23.3	1,234	1,542	1,927
流动资产总额	868	1,083	1,279	1,277	-0.2	1,698	33.0	2,188	2,772	3,518
有形固定资产净值	300	310	401	704	75.7	702	-0.3	706	711	718
无形固定资产净值	65	65	65	65	0.0	65	0.0	65	65	65
投资/其他资产	64	82	68	100	45.5	128	28.0	153	177	199
总资产	1,297	1,540	1,813	2,146	18.3	2,593	20.8	3,112	3,724	4,501
应付账款和其他短期负债	187	223	264	302	14.5	370	22.6	446	551	682
短期债务	0	3	3	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	187	226	267	302	13.2	370	22.6	446	551	682
长期债务	0	0	20	20	0.0	20	0.0	20	20	20
其它长期负债	3	3	10	10	0.0	10	0.0	10	10	10
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	190	228	296	332	11.9	400	20.5	475	581	711
普通股股东权益	1,098	1,302	1,506	1,802	19.6	2,179	20.9	2,620	3,125	3,768
少数股东权益	9	10	11	12	13.3	14	15.1	16	18	21
负债和权益总计	1,297	1,540	1,813	2,146	18.3	2,593	20.8	3,112	3,724	4,501
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	226	244	258	349	35.2	450	29.0	535	617	772
折旧和摊销	27	31	34	68	102.1	72	6.0	77	82	88
营运资本变动净值	(148)	(177)	(155)	184	-	(127)	-	(148)	(208)	(262)
其他营业性现金流	219	317	(14)	(21)	-45.5	(10)	50.0	(17)	(24)	(31)
经营性现金流	323	416	123	581	373.8	385	-33.6	447	467	568
有形资本支出	(94)	(160)	(89)	(403)	-355.1	(98)	75.6	(106)	(111)	(118)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	1	1	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	27	17	1	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(65)	(141)	(88)	(403)	-358.7	(98)	75.6	(106)	(111)	(118)
已付股息	0	(41)	(53)	(53)	0.0	(73)	-37.6	(94)	(112)	(129)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(2)	0	0	10	-	16	53.30	23	32	41
债务及优先股变化	(33)	3	20	(3)	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(34)	(38)	(33)	(46)	-37.1	(57)	-25.1	(71)	(81)	(88)
现金流量中现金的增加/(减少)	224	236	1	132	10198.2	230	74.4	270	276	361
外汇/非现金项目	(229)	(244)	(1)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(5)	(8)	1	132	19409.3	230	74.4	270	276	361

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

鱼跃医疗 (002223.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	46.2	33.2	41.6	35.3	27.4	23.0	20.0	16.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	55.1	35.5	47.4	35.3	27.4	23.0	20.0	16.0
股价/每股现金收益	48.4	31.2	41.2	29.6	23.6	20.1	17.6	14.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.2	3.2	0.3	1.4	2.3	2.8	2.9	3.6
净股息收益率(%)	0.4	0.7	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0	1.3
市净率	9.5	6.2	7.1	6.8	5.7	4.7	3.9	3.3
企业价值/营业收入(核心)	8.7	5.9	7.3	6.6	5.3	4.2	3.3	2.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	41.6	26.8	35.8	26.5	20.1	16.9	12.6	9.9
企业价值/息税前利润(核心)	NM	30.0	NM	NM	23.0	19.0	13.9	10.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	29.4	21.8	18.2	13.6	10.7
企业价值/运营投入资本	NM	8.8	9.5	9.2	8.0	7.1	6.1	5.2
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	10,458	8,094	10,728	12,333	12,333	12,333	12,333	12,333
净债务 (现金)	(330)	(319)	(300)	(434)	(664)	(934)	(1,210)	(1,571)
少数股东权益	9	10	11	12	14	16	18	21
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	10,137	7,785	10,438	11,911	11,683	11,415	11,142	10,783
非核心资产	(7)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
核心企业价值	10,130	7,785	10,438	11,910	11,682	11,414	11,141	10,783
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	32.4	12.1	8.5	26.1	23.1	21.5	25.0	25.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	22.2	19.5	0.2	54.2	29.2	16.5	30.4	23.3
息税前利润(UBS)	22.4	19.7	-0.7	47.9	33.4	17.9	33.4	25.0
每股收益(UBS 稀释后)	22.5	20.1	-0.6	54.1	29.0	18.9	15.2	25.2
每股股息净值	-	30.0	0.0	37.6	29.0	18.9	15.2	25.2
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	35.5	37.3	37.7	38.4	38.1	37.9	37.9	37.9
息税折旧摊销前利润率	20.8	22.2	20.5	25.0	26.3	25.2	26.3	25.9
息税前利润率	18.5	19.8	18.1	21.2	23.0	22.3	23.8	23.8
净利 (UBS) 率	16.2	17.4	15.9	19.4	20.4	19.9	18.4	18.4
ROIC (EBIT)	32.3	29.4	23.3	29.4	35.0	37.1	44.0	48.2
税后投资资本回报率	28.3	25.9	20.2	25.5	30.4	32.2	33.0	36.1
净股东权益回报率(UBS)	19.3	19.0	16.1	21.1	22.6	22.3	21.5	22.4
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.4)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.1)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
净债务/总权益 %	(29.8)	(24.3)	(19.7)	(23.9)	(30.3)	(35.4)	(38.5)	(41.5)
净债务 / (净债务 + 总权益) %	(42.4)	(32.1)	(24.6)	(31.5)	(43.4)	(54.9)	(62.6)	(70.8)
净债务/企业价值	(3.3)	(4.1)	(2.9)	(3.6)	(5.7)	(8.2)	(10.9)	(14.6)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	145.8	147.3	144.7	143.2
资本支出/营业收入(%)	8.0	12.2	6.2	22.4	4.4	3.9	3.3	2.8
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	4.6	4.3	4.3	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
股息支付率 (UBS) %	21.6	23.3	23.5	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	1,171	1,312	1,424	1,796	2,212	2,688	3,361	4,201
总计	1,171	1,312	1,424	1,796	2,212	2,688	3,361	4,201
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	217	260	258	381	508	599	800	1,000
总计	217	260	258	381	508	599	800	1,000

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+37.9%
预测股息收益率	0.7%
预测股票回报率	+38.6%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+29.1%

风险声明

1、OTC 渠道受电商影响销量及价格；2、血糖监测推广不达预期；3、医院渠道推进不达预期；公司应收账款增长较快带来风险。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义: **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：季序我, 博士.

涉及报告中提及的公司的披露

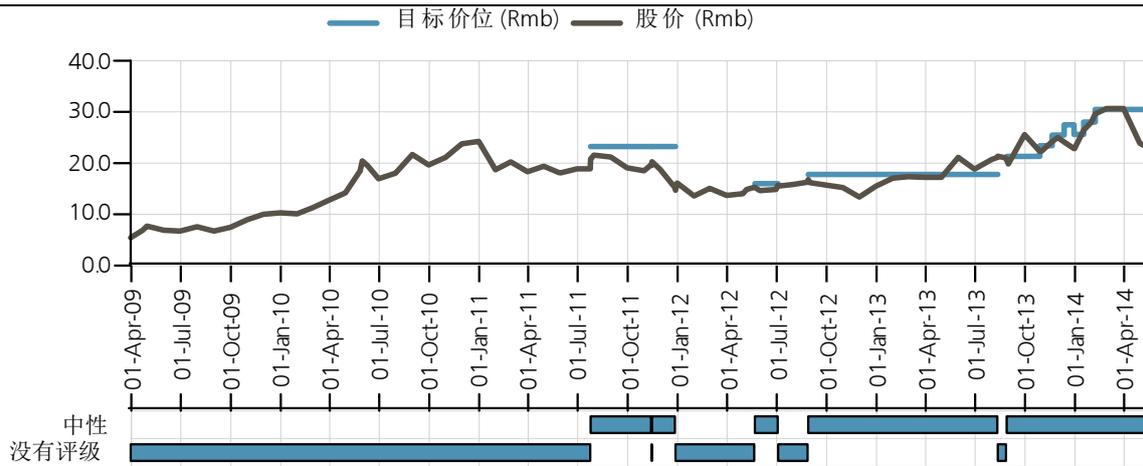
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
鱼跃医疗	002223.SZ	中性	不适用	Rmb23.20	2014 年 05 月 12 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

鱼跃医疗 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 5 月 12 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发。给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发。给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

