

鱼跃医疗 (002223.SZ)

医疗器械与用品行业

评级：买入 维持评级

公司研究

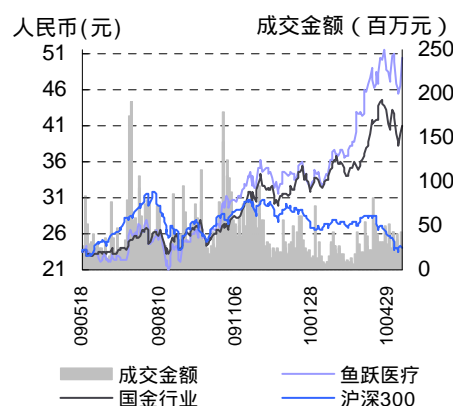
市价(人民币)：50.60元

品种丰富，渠道通畅，高增长可预期

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	39.00
总市值(百万元)	7,817.70
年内股价最高最低(元)	51.63/21.00
沪深 300 指数	2868.02
中小板指数	5629.78



相关报告

1. 《符合预期的高增长》，2009.10.20
2. 《符合预期的靓丽中报》，2009.7.28

李龙俊 联系人
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李敬雷 联系人
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.600	0.651	1.076	1.504	1.917
每股净资产(元)	3.94	3.08	4.02	5.40	7.18
每股经营性现金流(元)	0.59	0.62	1.06	1.47	1.90
市盈率(倍)	39.80	52.60	47.60	34.05	26.70
行业优化市盈率(倍)	28.76	67.73	67.73	67.73	67.73
净利润增长率(%)	63.26%	62.61%	65.29%	39.78%	27.52%
净资产收益率(%)	15.23%	21.14%	26.73%	27.86%	26.69%
总股本(百万股)	103.00	154.50	154.50	154.50	154.50

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **小型制氧机是公司快速发展的支柱产品**：2006-2009 年公司小型制氧机销售量的年均复合增长达到 53%，增长动力来自于行业的快速启动和公司市场份额的争夺；目前公司已经面临产能瓶颈，将新建 12 万台/年的产能，总产能达到 18 万/年。
- **战略性切入高质医用耗材**：医用耗材市场容量预计达到几百亿元；公司将去年收购的苏州医疗用品厂打造成高质医用耗材的业务平台，目前重点推广的品种为针灸针及器械、医用缝合线和缝合针等产品，随后将通过收购继续丰富品种；公司引进某知名医疗设备厂销售总监，并组建专门的医院临床销售队伍，重点负责高质医用耗材等医院产品。
- **寄予重望的电子血压计**：电子血压计是销量和品牌双重意义上的大品种，该产品的成功将对公司家庭医疗器械产品的销售通路和品牌积累具有重要意义；据了解，目前公司电子血压计的订单情况比较乐观，生产则处于产能紧张的状况。

投资建议

- 国家加大医改投入明显增加医院设备及耗材需求，同时家庭医疗器械市场也开始启动；公司已经探索出一套较为成熟的发展模式，即通过自主研发和外延并购两种方式不断丰富获得新品种，并将新产品通过公司完善的销售通路进行销售。
- 我们认为，在医疗器械行业黄金发展期的背景下，公司依靠自身敏锐的市场嗅觉和不断开拓的市场精神，将有望继续保持高速增长的态势。

估值

- 自上市以来，公司持续不断给投资者带来惊喜。我们再次上调 2010-2012 年的盈利预测至 1.076 元、1.504 元和 1.917 元。
- 目前公司的股价对应 2010 年 48 倍 PE，考虑到公司的持续高成长性，我们继续维持“买入”的投资建议。

风险

- 随着公司的规模不断扩大，收购方面的进程将会影响到公司的发展速度。

内容目录

制氧机：快速增长的支柱产品	3
高质医用耗材：战略切入全新业务	4
电子血压计：寄予重望的品种	5
静静守候并购的惊喜	6
投资建议	6
附录：三张报表预测摘要	7

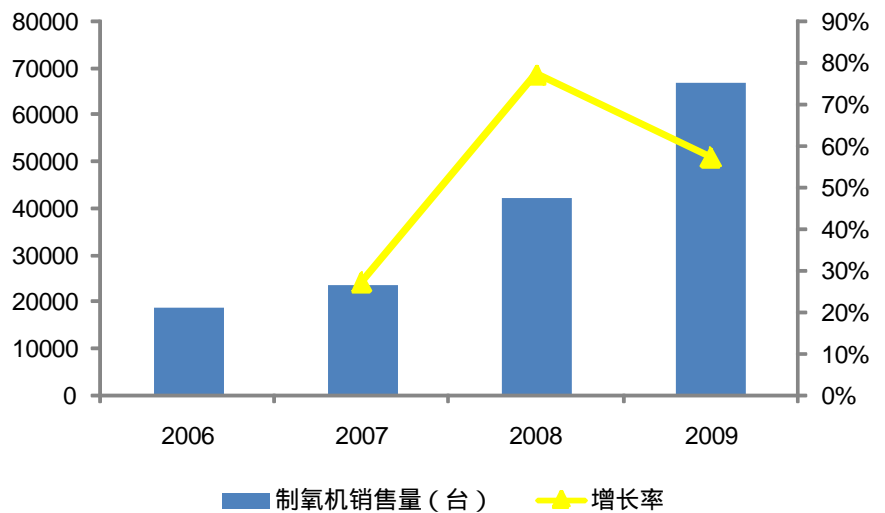
图表目录

图表 1：公司制氧机的销量增速非常快	3
图表 2：公司电子血压计销售收入预测	5

制氧机：快速增长的支柱产品

- 随着人们生活水平的不断提高和改善，对健康的需求逐渐增强，吸氧将逐步成为家庭保健的重要手段。而小型制氧机由于其经济性和方便性，越来越得到市场的接受。
 - 据统计目前国内家庭吸氧的用户达 75 万左右，其中采用制氧机吸氧的用户 2008 年仅为 8 万户，采用其他方式吸氧气（氧气袋、供氧器、化学制氧机等）的用户约为 67 万户。
 - 从使用角度，供氧器的运输存在一定的安全隐患、氧气袋和化学制氧机吸氧又存在单次吸氧时间短的缺点。
 - 从吸氧经济性角度，利用小型医用分子筛制氧机的平均吸氧成本仅为 0.18 元/小时，分别是化学制氧机的 1%、氧气袋的 1.5%和供氧器的 4.8%
- 虽然公司并不是最早规模销售小型制氧机的企业，但其依靠敏锐的市场嗅觉和强大的营销网络，牢牢抓住国内小型制氧机市场快速启动带来的商机，一举成为国内销售量最大的企业。
 - 2006 年至 2009 年公司分别实现销售小型制氧机 1.89 万台、2.4 万台、4.26 万台和 6.7 万台，年均复合增长率达到 52.54%。

图表1：公司制氧机的销量增速非常快



来源：国金证券研究所

- 2009 年公司已经遇到严重的小型制氧机产能不足问题。公司已经动用自有资金进行一定幅度扩产，同时拟募集资金新建 12 万台产能。
 - 公司拟利用 1 亿元资金新建 12 万台小型制氧机的产能，项目建设周期为 1 年，预计今年底有望建成。公司预计该项目投产期 3 年，第一年达产 50%，第二年达产 80%，第三年完全达产。
 - 国内小型制氧机市场目前仍然处于快速增长期，这为该项目的顺利投产提供有利的行业环境；同时，公司拥有近 500 家的经销商队伍向全国医院、卫生院和家庭销售公司的制氧机系列产品，并通过不断增加的遍布全国的鱼跃医疗器械专柜有针对性向家庭推广。
- 国际合作也成为公司制氧机业务的亮点之一。公司的小型医用分子筛制氧机已于 2009 年取得美国 FDA 认证，并于美国某大型企业合作，一方面为其代工高端制氧机产品，一方面以鱼跃品牌在国内市场销售该企业的制氧机。此举不仅可以快速提高公司制氧机技术及质量水平，还有利于公司品牌积累。

- 中心制氧机项目将成为公司制氧机业务的战略储备项目，短期内难以对公司的发展起到推动作用，但长期有望成为公司新的增长点。
 - 与传统的氧气瓶供氧方式相比，中心制氧项目具有安全性、经济性等明显优势。国外发达地区的医院基本都采用先进的中心制氧模式，而国内采用中心供氧模式的医院比例还非常少。因此，中心制氧机项目拥有非常大的发展空间。
 - 公司利用多年在小型医用分子筛制氧机方面的技术和人才积累，于 2008 年成立专门的研发项目组进行大型医用分子筛制氧机的研发，经过一年多的研发已于 2009 年 6 月成功取得医疗器械注册证，目前已经能够生产从 1m³/h 到 30m³/h 全系列的大型制氧机。
 - 目前中心制氧机市场在国内尚处于培育阶段，同时由于部分非正规厂家提供的劣质产品给行业发展带来负面影响。因此，短期内该产业的前景尚不明朗，但中长期看该产品是发展趋势，我们认为应该更加关注相关政策的引导。

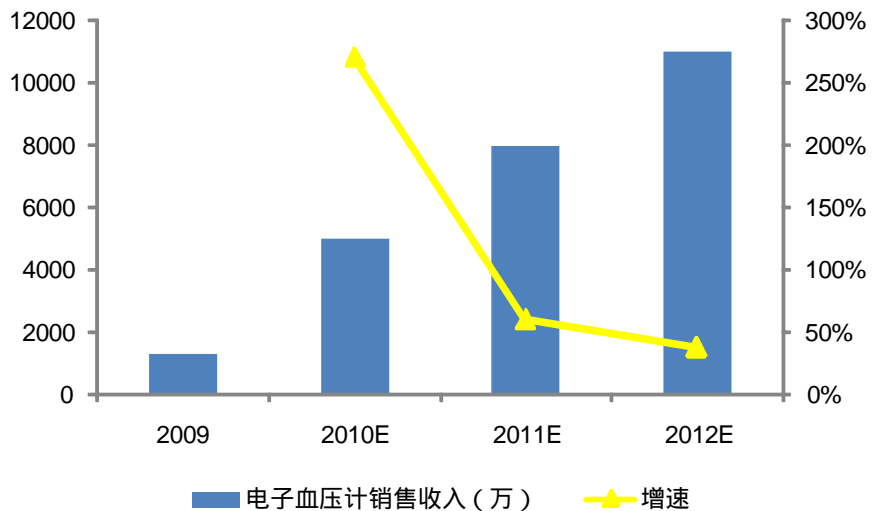
高质医用耗材：战略切入全新业务

- 医用耗材是非常广阔的市场，不仅市场容量大，而且品种数目繁多，给公司提供广阔的发展空间。
 - 根据海关的数据披露，2006 年国内一次性耗材的进出口总额达到 14.7 亿美元（其中出口 11 亿美元，进口 3.7 亿美元），医用敷料的进出口总额则达到 23.5 亿美元（其中出口 22.3 亿美元，进口 1.2 亿美元）。
 - 医用耗材的品种数目繁多，估计有上千种，其中包括医用缝合线、医用缝合针、吸引袋等。
- 公司 2009 年收购了苏州医疗用品厂，拟将该厂打造成公司高质医用耗材的业务平台。
 - 苏州医疗用品厂是我国针灸针和针灸器械的龙头企业和出口基地，主导产品是“华佗牌”针灸针及针灸器械。我国现行的针灸针国家标准就是以“华佗牌”针灸针为主要参考标准制定的，并且该标准有望成为国际通用标准。同时，“华佗牌”针灸针的出口量居国内首位。
 - 2009 年苏州医疗用品厂收入 4000 多万元，净利润 200 多万元，其中针灸针收入 3000 多万元。我们预计 2010 年苏州医疗用品厂收入将达到 7000-8000 万元，贡献净利润 800 多万元。
- 公司将从医用缝合线这个产品切入高质医用耗材市场，后续的产品主要通过收购的方式获得。
 - 公司医用缝合线 2009 年的销售额 1000 多万元，我们预计今年该品种的销售额有望达到 4000-5000 万元，明年则有望接近亿元。
 - 目前公司医用缝合线主要销售给威高股份，与威高的缝合针配合销售。公司计划自己进入医用缝合针领域。2009 年威高股份医用针制品的收入已经达到 3.29 亿元，显示该产品的市场容量较大。
 - 由于高质医用耗材多是 3 类医疗器械，通过自主研发拿到注册证的周期较长。因此，公司将主要通过收购的方式获得品种。
- 自 2009 年开始，为配合高质医用耗材的经营战略，公司组建了医院临床销售队伍。公司成功从国内某知名医疗设备厂引进销售总监负责医院产品销售，目前医院临床队伍拥有 30 多名业务人员，公司计划将队伍扩充至 80 人。

电子血压计：寄予重望的品种

- 我国已经进入老龄化阶段，未来老年人口的数目将持续增长，相伴随的高血压群体规模将继续扩大；同时，由于饮食结构的变化以及社会压力快速增加导致高血压群体年轻化的趋势比较明显。因此，血压已经成为民众重点关注的身体指标，血压计也作为家庭保健产品迅速进入家庭消费市场。
 - 虽然汞柱式血压计较电子血压计而言更加准确，但是其存在一定的安全隐患，同时对操作也有相对较高的要求。因此，电子血压计在家庭保健市场受到追捧。
 - 国内电子血压计市场经过欧姆龙等品牌市场超过 10 年的市场培育，现已进入快速发展阶段，这也为公司提供了新的潜在市场。
- 目前欧姆龙在国内电子血压计市场的龙头地位非常明显，预计其市场份额超过 70%。其他销售规模较大的厂商有：日本爱安德、天津九安、台湾百略、日本松下等。
- 2009 年公司电子血压计收入 1000 多万，主要原因是款式型号还比较少，不适宜大规模推广。今年公司电子血压计系列产品的款式已经超过 36 种，公司将发动其覆盖全国 34 个省市的近 500 家经销商网络大力推动电子血压计的市场推广。
- 据了解，目前公司电子血压计的订单情况比较乐观，生产则处于产能紧张的状况。我们预计，2010 年公司电子血压计收入将有望达到 5000 万。

图表2：公司电子血压计销售收入预测



来源：国金证券研究所

- 我们认为，电子血压计的推广对公司家庭医疗器械产品的销售通路和品牌积累具有重要意义。
 - 前期公司通过小型制氧机成功地打响了在家庭医疗器械市场的领域，并不断扩张了稳定的经销商队伍。
 - 而电子血压计也是一个销量和品牌双重意义上的大品种，如果公司成功在电子血压计市场获得一定地位，将会大大提高公司的品牌以及进一步扩张公司的销售通路，为后续家庭医疗器械产品（如电子体温计等品种）的上市提供更好的平台基础。

静静守候并购的惊喜

- 我们在首次覆盖报告中对公司的发展轨迹进行了深入分析，即通过自主研发和外延并购两种方式不断丰富获得新品种，并将新产品通过公司完善的销售通路进行销售。
 - 2008年11月，公司出资960万元与盐城市蒂菱体温计有限公司合资成立江苏鱼跃医用仪器有限公司，公司持有60%的股份；
 - 2009年3月，公司以3100万元收购苏州医疗用品厂100%股权。
 - 2010年3月，公司以448.38万元成立江苏鱼跃泰格电子有限公司，公司持有82%的股份。
- 外延并购已成为公司的基本经营方针，每年均有不同规模和类型的收购案例产生。考虑到公司经过几年快速发展后业务已经达到较大规模，公司也在寻求较大体量的收购对象。我们建议投资者静静守候公司的并购惊喜。

投资建议

- 在国家加大医改投入特别是加大基层医院建设投入的背景下，国内医院医疗设备和耗材的需求增长明显提速；同时，随着人口老龄化以及经济社会发展到一定水平，国内家庭医疗器械市场正处于快速发展阶段。
- 公司通过敏锐的市场嗅觉和不断开拓的市场精神，牢牢抓住了小型制氧机、X机等产品的市场机遇；同时，公司已经探索出一套较为成熟的发展模式，即通过自主研发和外延并购两种方式不断丰富获得新品种，并将新产品通过公司完善的销售通路进行销售。
- 自上市以来，公司持续不断给投资者带来惊喜。我们再次上调2010-2012年的盈利预测至1.076元、1.504元和1.917元。目前公司的股价对应2010年48倍PE，考虑到公司的持续高成长性，我们继续维持“买入”的投资建议。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	289	401	538	800	1,031	1,282	货币资金	43	155	142	200	300	400
增长率		38.7%	34.0%	48.8%	28.9%	24.3%	应收款项	53	53	100	126	162	201
主营业务成本	-202	-283	-333	-463	-582	-725	存货	50	55	89	95	120	149
% 销售收入	69.8%	70.6%	61.8%	57.9%	56.4%	56.5%	其他流动资产	5	8	7	13	16	19
毛利	87	118	205	337	450	557	流动资产	151	271	339	434	597	769
% 销售收入	30.2%	29.4%	38.2%	42.1%	43.6%	43.5%	% 总资产	55.8%	60.2%	53.1%	51.2%	53.5%	55.3%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-4	-5	-6	长期投资	3	3	11	12	11	11
% 销售收入	0.7%	0.6%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	81	141	214	338	437	531
营业费用	-11	-17	-34	-58	-72	-87	% 总资产	29.7%	31.3%	33.5%	39.9%	39.1%	38.2%
% 销售收入	3.7%	4.3%	6.3%	7.2%	7.0%	6.8%	无形资产	36	35	71	61	69	77
管理费用	-18	-23	-52	-80	-98	-115	非流动资产	120	179	300	413	519	621
% 销售收入	6.3%	5.7%	9.6%	10.0%	9.5%	9.0%	% 总资产	44.2%	39.8%	46.9%	48.8%	46.5%	44.7%
息税前利润 (EBIT)	57	76	115	196	274	348	资产总计	271	449	638	847	1,116	1,390
% 销售收入	19.5%	18.8%	21.5%	24.4%	26.6%	27.2%	短期借款	80	0	28	66	92	51
财务费用	-5	0	-1	-1	-1	1	应付款项	49	46	92	101	128	159
% 销售收入	1.9%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	其他流动负债	6	-2	6	30	33	37
资产减值损失	-1	0	-3	-1	0	0	流动负债	134	44	125	198	252	246
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	长期贷款	0	0	20	20	20	21
投资收益	1	0	1	0	0	0	其他长期负债	0	0	10	0	0	0
% 税前利润	1.2%	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	134	44	156	218	272	267
营业利润	50	75	114	194	273	349	普通股股东权益	137	406	476	622	834	1,110
营业利润率	17.4%	18.7%	21.2%	24.2%	26.4%	27.2%	少数股东权益	0	0	7	8	10	13
营业外收支	7	-1	4	3	3	3	负债股东权益合计	271	449	638	847	1,116	1,390
税前利润	57	74	118	197	276	352	比率分析						
利润率	19.9%	18.4%	22.0%	24.6%	26.7%	27.5%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-19	-12	-17	-30	-41	-53	每股指标						
所得税率	33.0%	15.8%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.492	0.600	0.651	1.076	1.504	1.917
净利润	38	62	101	167	234	299	每股净资产	1.785	3.941	3.078	4.024	5.397	7.184
少数股东损益	1	0	1	1	2	3	每股经营现金流	0.293	0.588	0.624	1.059	1.472	1.896
归属于母公司的净利润	38	62	101	166	232	296	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	13.1%	15.4%	18.7%	20.8%	22.5%	23.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	27.56%	15.23%	21.14%	26.73%	27.86%	26.69%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	13.96%	13.76%	15.75%	19.61%	20.81%	21.31%
净利润	0	62	101	167	234	299	投入资本收益率	17.45%	15.68%	18.53%	23.22%	24.41%	24.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	10	18	19	24	28	主营业务收入增长率	24.78%	38.65%	34.01%	48.77%	28.89%	24.28%
非经营收益	0	3	-1	1	4	3	EBIT增长率	25.55%	33.63%	52.80%	69.43%	40.24%	26.92%
营运资金变动	0	-15	-21	-24	-34	-38	净利润增长率	20.04%	63.26%	62.61%	65.29%	39.78%	27.52%
经营活动现金净流	0	61	96	164	227	293	总资产增长率	-31.04%	65.66%	42.01%	32.77%	31.72%	24.53%
资本开支	-18	-73	-74	-131	-126	-127	资产管理能力						
投资	0	0	-23	-1	0	0	应收账款周转天数	56.7	40.6	43.6	45.0	45.0	45.0
其他	17	0	1	0	0	0	存货周转天数	79.4	67.3	78.9	75.0	75.0	75.0
投资活动现金净流	-1	-73	-96	-132	-126	-127	应付账款周转天数	63.5	52.5	60.0	60.0	60.0	60.0
股权募资	0	234	0	0	0	0	固定资产周转天数	101.1	98.8	139.0	117.7	105.0	94.3
债权募资	-45	-80	21	31	25	-40	偿债能力						
其他	-50	-31	-33	-4	-27	-26	净负债/股东权益	26.95%	-38.25%	-20.01%	-18.41%	-22.60%	-29.42%
筹资活动现金净流	-95	124	-13	26	-1	-66	EBIT利息保障倍数	10.4	325.9	189.7	207.0	196.3	-304.1
现金净流量	-96	112	-13	58	100	100	资产负债率	49.50%	9.74%	24.41%	25.71%	24.40%	19.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	3	3	4
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-03-02	买入	14.56	24.87 ~ 27.05
2 2009-03-13	买入	16.30	N/A
3 2009-03-24	买入	18.43	N/A
4 2009-04-22	买入	22.96	N/A
5 2009-07-28	买入	26.97	N/A
6 2009-10-20	买入	27.28	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室