

医疗器械III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

Wangwei5@cjis.cn

6-12个月目标价: 63元

当前股价: 47.80元

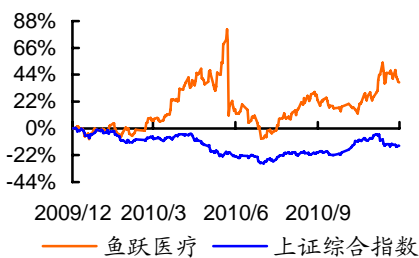
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2842.43
总股本(百万)	256
流通股本(百万)	62
流通市值(亿)	30
EPS (TTM)	0.57
每股净资产(元)	1.89
资产负债率	24.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	11.92	11.68	18.94
上证综合指数	-6.22	7.04	11.35



相关报告

鱼跃医疗

002223

推荐

初步构建核心竞争力，高增长有望延续

近日我们调研了鱼跃医疗，跟公司高层进行了深入交流。我们认为公司初步构建了核心竞争力：**成本优势、渠道畅通、产品丰富、品牌优势、管理层能力强**，我们相信未来更多的核心竞争力将会从管理层能力派生出来。

投资要点：

- **成本优势。**优越的地理位置、规模效应以及高效的生产方式，使得公司在物流、采购、生产、研发、营销等方面的成本低于行业平均水平，有利于公司做大做强；
- **渠道畅通。**OTC和医院销售收入比例约7:3；公司经销商大概400~500家，且全国大范围布局市场专区或者体验店，目前拥有市场专区在500家以上；公司引进高端人才加强医院渠道建设，预计未来将得到较大提升；
- **产品丰富。**已有产品覆盖康复护理、医用供氧和医用影像三大系列，公司产品中制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器和轮椅车六个产品的市场占有率国内第一；且公司不断开拓新产品线；
- **品牌优势。**品牌形象逐步提升，认知度越来越高，电子血压计10年收入有望超5000万，跟公司的品牌优势有较大关系；
- **管理层能力强。**公司管理层能力强，有利于快速抢占市场；公司所涉足的一些领域的竞争壁垒不是太高，这种优势就显得更加明显；
- **首次推荐评级。**预测公司10-12年每股收益为0.64、0.96、1.40元；按12年45X PE则12个月目标价为63元，给予推荐评级。
- **风险提示：**公司的快速扩张带来的管理和产能上的风险

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	538	857	1252	1790
同比(%)	34%	59%	46%	43%
归属母公司净利润(百万元)	101	164	246	358
同比(%)	63%	63%	50%	45%
毛利率(%)	38.2%	38.3%	38.5%	38.7%
ROE(%)	21.1%	25.9%	22.3%	25.1%
每股收益(元)	0.39	0.64	0.96	1.40
P/E	121.51	74.49	49.56	34.14
P/B	25.69	19.32	11.06	8.58
EV/EBITDA	94	60	41	29

资料来源: 中投证券研究所

## 一、成本优势明显

### 1. 地理位置优越

公司地处江苏丹阳，周边航空、铁路、汽车运输发达，物流成本较低；另外，长三角的机电产业发达，提供了很好的外部产业环境。

生产线员工多为丹阳本地人，员工稳定且技术相对娴熟；另外人力成本相对便宜；公司土地面积丰富，这些都为公司快速扩张提供了很大优势。

公司的研发总部设在南京，能有效利用南京当地的高端人力资源的优势；南京与丹阳距离较近，研发和生产能很好的配合，大大提升了公司的效率。

### 2. 借助机器和相对柔性的生产方式

考察公司的生产线，发现公司在较大程度上借助了机器来提高生产效率；公司一直都坚持员工数的增加速度要低于产能增加的速度，这些都会促使公司不断的改善生产工艺，提高效率并降低生产成本。

另外，公司采用相对柔性的生产方式，生产人员和机器等资源能够在不同的产品系列中进行调配，保证了较高的生产效率以及产能的充分利用。

### 3. 规模优势

公司采购量大，在供应链中处于相对强势地位，议价能力强，比如制氧机上用到的分子筛的采购价格在 2009 年就一次性降低了 17% 左右；另外，公司的产品量大，单个产品的研发费用、模具费用和营销费用都将大大降低；

综合采购优势、品牌效应、生产成本和销售成本等因素之后，公司产品总的成本优势非常明显；销售同质产品，在其他公司净利率为 0 的情况下，公司依然有可能保持 15~20% 左右的净利率；且公司在部分产品中已经拥有强势的市场定价权（如传统血压计产品，2010 年销售额近 1 亿元）。

## 二、渠道畅通

### 1. OTC

公司目前已经建立了广泛的销售网络，覆盖 34 个省、直辖市和自治区的 5000 多家医院和药店。公司的经销商数量持续增加，已从 2004 年的 150 多家增加到目前的 400~500 家；公司专门开设 OTC 事业部，并在全国大范围布局市场专区或者体验店，目前其拥有的市场专区在 500 家以上；

完善的终端，使得公司在产品投放、技术服务、信息反馈等方面都非常的及时。如公司的电子血压计，在 2009 年的销售额才 1200 多万，2010 年全年的销售额就有望达到 5000 万；

## 2. 医院销售

目前公司正在加强院线销售这块，比如从大型医疗器械公司聘请主管院线渠道建设的副总，预计未来这块相对的短板能够得到快速的弥补。如公司的今年的 X 光机，在政府招标采购明显减少的情况下，公司全年依然有望达到 3000 万，这些都能体现公司的院线销售能力的大大增强。

## 三、产品丰富

公司产品覆盖康复护理、医用供氧和医用影像三大系列。其中康复护理系列覆盖血压计、听诊器、雾化器、轮椅车和保健盒等；医用供氧系列覆盖制氧机、供氧器和超轻微氧气阀等；医用影像系列覆盖 X 光机等。

公司前七大产品中制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器和轮椅车六个产品的市场占有率达到国内第一。2009 年制氧机、雾化器、血压计、听诊器、轮椅车和 X 光机的中国市场占有率分别为 40%、35%、47%、33%、18% 和 5%。

公司产品围绕 OTC 和医院销售两条线构建了一个产品群，无论从成本控制、销售渠道还是品牌上都具备极强的协同效应。

## 四、品牌优势

公司“鱼跃牌血压计”和“鱼跃牌轮椅车”分别被国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌”。2007 年 8 月，公司的“鱼跃”商标被国家工商行政管理总局评为“中国驰名商标”。

通过专卖店、体验店、医生推荐、媒体推广、资本市场中树立良好企业形象、成为中国 2010 年上海世博会主题馆医疗器械指定供应商等方式，全方位的扩大品牌影响力。

公司产品质量和口碑较好，品牌的认知度越来越高，电子血压计、全科诊疗仪等产品能够迅速放量跟公司已经构建的品牌形象有较大的关系，预计鱼跃未来将会成为家喻户晓的品牌。

## 五、管理层能力强

我们认为公司所进入的很多领域的门槛并不是太高，比如汞柱式血压计、听诊器、轮椅、制氧机、血压计等，都属于“单价较小、市场规模很大”。在这样的领域中，竞争壁垒比较低；如果管理层能力强，公司就能迅速占领市场，

反之就会迅速的失去市场，是一把“双刃剑”，所以我们认为公司管理层的能力是公司核心竞争力之一。除上面提到的4个方面之外，公司管理层的能力还体现在如下方面。

### 1. 扩张能力和整合能力

公司的并购能力强，通过并购将产品线扩展到体温计、针灸针和医用缝合线等耗材；利用成本控制能力和销售能力，并购之后大幅提高了并购资产的质量，体现了较强的整合能力。

表 1：公司的相关并购

时间	并购	相关产品	2009 收入（单位：元）
2008. 11	出资960万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，鱼跃医疗占60%的股权	体温计	约 3000 万
2009. 8	3100万收购苏州医疗用品厂有限公司100%股权	针灸针、缝合线	约4000万
2010. 3	转让江苏鱼跃泰格电子有限公司8.91%的股权	压缩机（提高对压缩机的研发能力）	/

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

公司内生性增长能力也很强，如公司的供氧系列 10 年同比 100%的增长，今年开始放量的电子血压计也有望达到 5000 万，X 光机 10 年也有望达到 3000 万，其他产品也保持较高增速；

### 2. 人才的引进和研发能力的提升

公司不断引进各方面的人才：主管医院销售的副总、主管研发的总监、主管产品生产的质量总监、主管人力资源的总监等，公司通过各种激励手段团结和稳定了核心人才。

公司在南京设立了研发中心，充分利用南京优秀的人力资源。另外，通过 DR 等产品来提升公司的技术水平，稳定一批高水平的技术人才，进而将积累的技术往其他的产品线下沉，提升公司整体的技术水平；当前电子血压计、X 光机都是自主开发的。

公司 09 年管理费用和营业费用分别占销售收入的 9.59%和 6.34%，相对偏低；公司 2011 年将会适当增加研发、市场等方面的投入，对公司长期发展是利好。

表 2：近 3 年的研发费用（单位：万元）

	2007	2008	2009
研发费用	850.5	1185.4	2302.7
研发费用占营业收入比重	2.94 %	2.96%	4.30%

资料来源：公司 2009 年年报 中投证券研究所整理

### 3. 市场的把握能力

公司产品定位准确，对市场切入时机的把握都非常强：在相关产品被市场

认同且处于市场高速增长的初期，公司总能快速的推出相应产品，并在短时间内放量，抢占市场份额，如制氧机、电子血压计等。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	339	506	1041	1444	<b>营业收入</b>	538	857	1252	1790
现金	142	198	591	802	营业成本	333	529	770	1098
应收账款	82	131	192	274	营业税金及附加	4	7	10	14
其它应收款	5	8	12	17	营业费用	34	47	69	98
预付账款	5	8	11	16	管理费用	52	82	120	172
存货	89	142	206	294	财务费用	1	-1	-6	-12
其他	15	20	29	41	资产减值损失	3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	300	299	298	296	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	205	209	210	209	<b>营业利润</b>	114	193	290	421
无形资产	53	53	53	53	营业外收入	5	0	0	0
其他	37	32	30	29	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	638	805	1338	1740	<b>利润总额</b>	118	193	290	421
<b>流动负债</b>	125	146	207	290	所得税	17	29	43	63
短期借款	28	0	0	0	<b>净利润</b>	101	164	246	358
应付账款	69	110	160	228	少数股东损益	1	0	0	0
其他	28	36	47	61	<b>归属母公司净利润</b>	101	164	246	358
<b>非流动负债</b>	30	20	20	20	EBITDA	129	203	295	421
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.65	0.64	0.93	1.36
其他	10	0	0	0					
<b>负债合计</b>	156	166	227	310	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	7	7	7	7	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	155	256	264	264	<b>成长能力</b>				
资本公积	195	103	345	345	营业收入	34.0%	59.3%	46.1%	43.0%
留存收益	126	274	495	814	营业利润	51.9%	69.4%	50.3%	45.2%
归属母公司股东权益	476	632	1105	1423	归属于母公司净利润	62.6%	63.1%	50.3%	45.2%
<b>负债和股东权益</b>	638	805	1338	1740	<b>获利能力</b>				
					毛利率	38.2%	38.3%	38.5%	38.7%
					净利率	18.7%	19.1%	19.7%	20.0%
					ROE	21.1%	25.9%	22.3%	25.1%
					ROIC	25.9%	36.2%	45.4%	54.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	24.4%	20.6%	16.9%	17.8%
					净负债比率	30.91	12.06%	8.82%	6.46%
					流动比率	2.70	3.47	5.04	4.99
					速动比率	1.99	2.50	4.04	3.97
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.99	1.19	1.17	1.16
					应收账款周转率	7	7	7	6
					应付账款周转率	6.09	5.90	5.70	5.65
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.64	0.96	1.40
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.38	0.67	0.97
					每股净资产(最新摊薄)	1.86	2.47	4.32	5.57
					<b>估值比率</b>				
					P/E	121.51	74.49	49.56	34.14
					P/B	25.69	19.32	11.06	8.58
					EV/EBITDA	94	60	41	29

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

**中投医药团队荣誉:** 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 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, 8 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,** 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

**余文心,** 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 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,** 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业及医药流通研究;

**王威,** 医药行业研究助理, 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, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

**曹猛,** 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(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。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

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

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

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