

强烈推荐-A (维持)

鱼跃医疗 002223.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 33.94 元  
 2017年04月27日

Q1延续快增长, 优秀器械白马, 继续推荐

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	66832
已上市流通股(万股)	24871
总市值(亿元)	227
流通市值(亿元)	84
每股净资产(MRQ)	7.6
ROE(TTM)	10.7
资产负债率	15.5%
主要股东	江苏鱼跃科技发展有限公司
主要股东持股比例	26.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-3	14
相对表现	7	-6	6



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《鱼跃医疗(002223)——内生增长略超预期, 外延布局持续发力》2017-04-10
- 2、《鱼跃医疗(002223)——收购中优医药, 强化临床业务, 继续推荐》2016-11-16
- 3、《鱼跃医疗(002223)——中报扣非净利增36%, 平台型企业日益完善》2016-07-29

李珊珊

0755-83734347  
 lishsh@cmschina.com.cn  
 S1090511040046

李勇剑

0755-83271617  
 liyj10@cmschina.com.cn  
 S1090515080002

公司2017年Q1收入增24%, 扣非净利增30%, 符合预期。扣除上海中优和德国曼吉士并表因素, 我们预计内生利润增速超过25%, 延续我们前期判断, 2017年, 我们认为鱼跃内生增长依然强劲; 对上械、中优加强整合, 公司业绩有望延续30%以上增速。公司品牌和渠道优势明显, 账上现金充沛, 外延发展一直是公司的重要战略, 我们认为2017年公司在外延方面的动作依然值得期待。当前估值处于合理位置, 未来业绩有望持续高增长, 优秀器械白马, 维持强烈推荐。

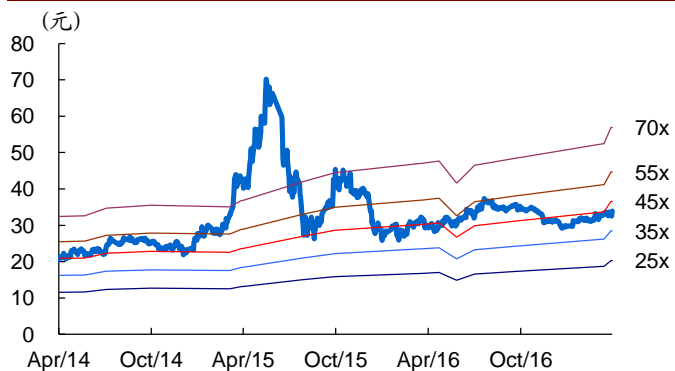
- **2017年Q1净利增30%, 上半年预增30%-50%, 内生增长依然强劲。**公司2017年Q1收入9亿, 增24%; 净利1.86亿, 增30%; 扣非后净利1.84亿, 增30%, EPS 0.28元, 符合预期。同时上半年预告净利增速30%-50%, 上半年净利润变动区间4.3亿-5亿。公司业绩依然保持较快增长。扣除上海中优和德国曼吉士并表因素, 我们预计内生利润增速超过25%。内生增长中电商渠道的表现是亮点, Q1预计电商增速约60%, 延续我们在年报点评中的判断, 鱼跃电商平台17年体量有望超8亿, 增速超过30%。
- **财务指标稳健:** Q1毛利率41.53%, 同比略有提升, 我们预计与公司产品结构进一步优化以及中优高毛利产品并表因素有关。财务指标方面, 期间费用率15.24%, 同比提升0.4%, 其中销售费用率8.23%, 提升3.8%; 管理费用率7.19%, 降低2.8%。
- **现金充沛, 外延预期强烈。**16年鱼跃收购中优引入消毒产品; 17年2月收购德国曼吉士100%股权, 获得世界一流AED品牌(普美康)。公司账上现金23亿, 鱼跃在并购领域执行力强, 通过并购引入产品后可借助自身渠道优势快速放量, 整合能力突出, 17年公司外延方面仍值得期待。
- **维持强推:** 公司经营业绩提速, 外延方面预期强烈, 平台型企业竞争优势明显, 长线看好, 预测17年净利增32%, 当前估值处于合理位置, 未来业绩有望持续高增长, 优秀器械白马, 维持强烈推荐。
- **风险提示:** 新产品市场推广低于预期, 并购整合风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2104	2633	3312	4136	5147
同比增长	25%	25%	26%	25%	24%
营业利润(百万元)	375	541	723	952	1237
同比增长	32%	44%	34%	32%	30%
净利润(百万元)	364	500	658	858	1106
同比增长	23%	37%	32%	30%	29%
每股收益(元)	0.55	0.75	0.99	1.28	1.65
PE	62.3	45.3	34.5	26.4	20.5
PB	10.7	4.6	4.3	3.7	3.2

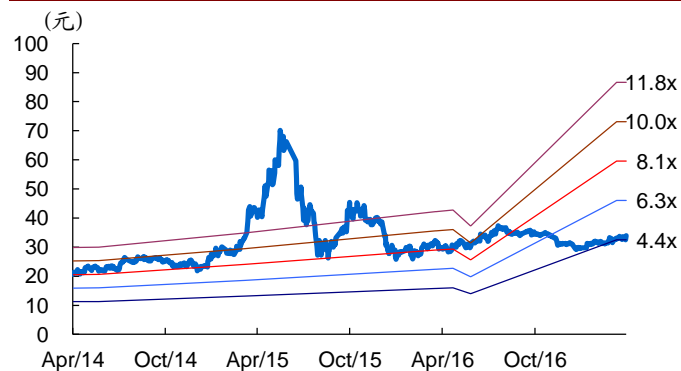
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 鱼跃医疗历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 2: 鱼跃医疗历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1820	4634	5209	6231	7490
现金	461	2339	2364	2686	3090
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	259	237	298	372	463
应收款项	493	554	672	840	1045
其它应收款	66	65	82	102	127
存货	403	380	463	571	701
其他	138	1059	1330	1660	2063
<b>非流动资产</b>	1106	1174	1042	925	821
长期股权投资	34	33	33	33	33
固定资产	461	446	359	282	213
无形资产	420	410	369	332	299
其他	190	284	281	278	276
<b>资产总计</b>	<b>2926</b>	<b>5807</b>	<b>6251</b>	<b>7156</b>	<b>8311</b>
<b>流动负债</b>	696	638	689	813	962
短期借款	198	53	0	0	0
应付账款	294	353	438	540	663
预收账款	65	74	91	113	138
其他	140	159	159	160	160
<b>长期负债</b>	97	238	238	238	238
长期借款	0	50	50	50	50
其他	97	188	188	188	188
<b>负债合计</b>	<b>794</b>	<b>876</b>	<b>927</b>	<b>1051</b>	<b>1200</b>
股本	585	668	668	668	668
资本公积金	17	2461	2461	2461	2461
留存收益	1514	1780	2171	2950	3953
少数股东权益	16	22	23	26	29
归属于母公司所有者权益	2116	4910	5301	6080	7082
<b>负债及权益合计</b>	<b>2926</b>	<b>5807</b>	<b>6251</b>	<b>7156</b>	<b>8311</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	543	677	268	322	425
净利润	364	500	658	858	1106
折旧摊销	59	69	95	81	68
财务费用	5	(9)	(14)	(17)	(20)
投资收益	(2)	(23)	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	123	145	(453)	(584)	(716)
其它	(6)	(5)	5	8	11
<b>投资活动现金流</b>	(588)	(990)	39	39	39
资本支出	(165)	(76)	39	39	39
其他投资	(423)	(913)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	137	2175	(283)	(39)	(60)
借款变动	141	(486)	(53)	0	0
普通股增加	53	84	0	0	0
资本公积增加	(52)	2444	0	0	0
股利分配	(67)	0	(267)	(79)	(103)
其他	62	134	37	40	43
<b>现金净增加额</b>	<b>93</b>	<b>1863</b>	<b>24</b>	<b>323</b>	<b>404</b>

资料来源：公司数据、招商证

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	2104	2633	3312	4136	5147
营业成本	1266	1614	2007	2473	3037
营业税金及附加	19	32	40	50	62
营业费用	169	203	248	302	371
管理费用	269	275	321	389	474
财务费用	3	(18)	(14)	(17)	(20)
资产减值损失	4	9	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	23	23	23	23
<b>营业利润</b>	375	541	723	952	1237
营业外收入	37	34	34	34	34
营业外支出	4	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	408	573	755	984	1269
所得税	41	71	94	124	161
<b>净利润</b>	367	502	660	860	1108
少数股东损益	2	1	2	2	3
<b>归属于母公司净利润</b>	364	500	658	858	1106
<b>EPS (元)</b>	0.55	0.75	0.99	1.28	1.65

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	25%	25%	26%	25%	24%
营业利润	32%	44%	34%	32%	30%
净利润	23%	37%	32%	30%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.8%	38.7%	39.4%	40.2%	41.0%
净利率	17.3%	19.0%	19.9%	20.7%	21.5%
ROE	17.2%	10.2%	12.4%	14.1%	15.6%
ROIC	14.5%	9.0%	11.5%	13.2%	14.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.1%	15.1%	14.8%	14.7%	14.4%
净负债比率	7.4%	1.8%	0.8%	0.7%	0.6%
流动比率	2.6	7.3	7.6	7.7	7.8
速动比率	2.0	6.7	6.9	7.0	7.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	3.6	4.1	4.8	4.8	4.8
应收帐款周转率	4.5	5.0	5.4	5.5	5.5
应付帐款周转率	4.7	5.0	5.1	5.1	5.0
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.55	0.75	0.99	1.28	1.65
每股经营现金	0.81	1.01	0.40	0.48	0.64
每股净资产	3.17	7.35	7.93	9.10	10.60
每股股利	0.00	0.40	0.12	0.15	0.20
<b>估值比率</b>					
PE	62.3	45.3	34.5	26.4	20.5
PB	10.7	4.6	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	28.5	21.0	15.0	11.9	9.4

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**吴斌**，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8 年证券从业经验，2017 年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

**李珊珊 CPA**，厦门大学工商管理硕士，10 年证券从业经验，注册会计师。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

**张同**，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李勇剑**，北京大学医学部药物化学系硕士，1 年医药行业经验，2013 年 7 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**蒋一樊**，法国波城大学硕士，1 年海外一级市场投资经验，3 年证券从业经验，2017 年 4 月加入招商证券，任医药行业分析师。

**李点典**，香港科技大学生化系硕士，2016 年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

**团队荣誉**：2011 年新财富最佳分析师第 3 名，证券业金牛分析师第 2 名，卖方分析师水晶球奖第 3 名。2012 年新财富最佳分析师第 4 名，2014 年新财富最佳分析师第 2 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。