

2017年06月26日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

26.0

公司基本资讯

产业别	医药生物
A 股价(2017/6/23)	22.28
深证成指(2017/6/23)	10366.78
股价 12 个月高/低	25.21/18.92
总发行股数(百万)	1002.48
A 股数(百万)	837.48
A 市值(亿元)	186.59
主要股东	江苏鱼跃科技发展有限公司 (26.53%)
每股净值(元)	4.82
股价/账面净值	4.63
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.5 3.7 11.5

近期评等

日期	收盘价	评级
2017-04-24	33.09	买入

产品组合

康复护理	45.3%
医用供养	29.7%
医用临床	24.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.1%
一般法人	35.7%

股价相对大盘走势



鱼跃医疗(002223.SZ)

Buy 买入

医疗器械龙头，内生+外延双轮驱动成长

结论与建议：

- **医疗器械龙头将进入黄金发展期：**我国医疗器械的发展起步较晚，但发展速度较快。国内的医疗器械市场销售规模已从 2008 年的 659 亿增长至 2016 年的 3700 亿元，CAGR 超过 20%。而未来随着社会消费水平的提高、人口老龄化进程的加速、人民健康保健意识的提升，我们认为我国医疗器械市场的销售额将保持较快的增长。另外，随着行业法规不断完善，监管日益趋严，中小企业将会不断被市场所淘汰，而龙头企业依靠资金、渠道、品牌等将获得较强的竞争优势，通过整合将可获得细分领域的先进技术，我们预计整个行业的集中度将会不断提升，国内的医疗器械龙头企业将逐步进入黄金发展时期。
- **并购丰富产品线，整合优化提升产品竞争力：**公司产品起步于制氧机、血压计等，上市后通过整合苏州医疗用品厂、优阅光学、上械集团、中优医疗等大幅拓宽产品线，目前已拥有数百种产品类型，其中医用产品线已覆盖了几乎所有临床科室的手术器械和消毒卫生材料，在家用领域则聚焦呼吸系统、心血管、内分泌三大病种发展了制氧机、血压计、血糖仪等明星产品。并且，公司通过整合并购企业的研发资源，推出双水平呼吸机、医用电子血压计、留置针等新型产品，不断提升公司产品的竞争力。另外，公司 2016 年在德国建立研发中心，2017 年又并购德国 Metrax GmbH 及参股 Amsino，我们认为这将有助于公司在部分细分领域的研发能力达到国际先进水平，从而进一步提升产品的竞争力，并且有望实现产品的国际化销售。
- **线下渠道布局不断完善，线上销售增长迅猛：**公司院内院外营销体系不断完善：线下针对 OTC 建立 1000 多个专柜、7 个品牌形象店，公司产品在院外实现了较广的覆盖；在院内公司则通过护理类耗材、手术器械、中医器械和消毒产品等几大领域的销售团队共同构建了立体的医院临床销售平台，实现了产品销售的协同拓展。另外，得益于公司在电商渠道的布局以及网购近几年的快速发展，公司电线上端销售额快速放量，近三年销售额估算分别在 2 亿、4 亿、6 亿左右（营收占比估算分别为 12%、19%、23%），对公司业绩增长贡献了较大的力量。基于公司对线上渠道的投入力度，我们预计这一势头将可延续。
- **盈利预计：**我们预计公司 2017、2018 年实现净利润 6.63 和 7.98 亿元，yoy 分别+32.5%和+20.3%，折合 EPS0.66 和 0.8 元。目前股价对应的 PE 分别为 34 倍和 28 倍。目前公司估值合理，行业发展空间广阔，我们看好公司内生+外延的成长模式，维持“买入”的投资建议。
- **风险提示：**公司有 11.33%的股份于 6 月 22 日解禁，可能会对公司股价在短期构成压力

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016E	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	297	364	500	663	798
同比增减	%	15.09	22.67	37.30	32.54	20.29
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.56	0.62	0.80	0.66	0.80
同比增减	%	14.29	10.71	29.03	-17.32	20.29
市盈率 (P/E)	X	39.79	35.94	27.85	33.69	28.00
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.40	0.40	0.08	0.10
股息率 (Yield)	%	0.00	1.80	1.80	0.36	0.43

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1682	2104	2633	3436	4068
经营成本	1009	1266	1614	2087	2459
营业税金及附加	13	19	32	38	45
销售费用	148	169	203	258	297
管理费用	216	269	275	354	415
财务费用	-3	3	-18	-17	-16
资产减值损失	13	4	9	10	10
投资收益	0	2	23	16	16
营业利润	285	375	541	723	874
营业外收入	50	37	34	40	43
营业外支出	1	4	2	4	4
利润总额	334	408	573	759	913
所得税	36	41	71	94	113
少数股东损益	1	2	1	2	2
归母净利润	297	364	500	663	798

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
货币资金	364	461	2339	2690	3094
应收账款	432	493	554	664	797
存货	302	403	380	361	343
流动资产合计	1590	1820	4634	5561	6673
长期股权投资	7	34	33	43	56
固定资产	405	461	446	491	540
在建工程	24	2	67	81	97
非流动资产合计	548	1106	1174	1350	1552
资产总计	2138	2926	5807	6910	8225
流动负债合计	345	696	638	766	919
非流动负债合计	32	97	238	248	258
负债合计	377	794	876	1013	1177
少数股东权益	11	16	22	28	64
股东权益合计	1750	2116	4910	5869	6984
负债及股东权益合计	2138	2926	5807	6910	8225

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
经营活动所得现金净额	206	543	677	745	819
投资活动所用现金净额	-157	-588	-990	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	-9	137	2175	-2000	-2000

现金及现金等价物净增加额	41	98	1878	-2655	-2581
--------------	----	----	------	-------	-------

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。