

2017年07月19日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元) 26.0

鱼跃医疗(002223.SZ)

Buy 买入

中期高费影响业绩增幅，长期看仍具潜力

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2017/7/18)	18.68		
深证成指(2017/7/18)	10103.76		
股价 12 个月高/低	25.21/18.02		
总发行股数(百万)	1002.48		
A 股数(百万)	837.48		
A 市值(亿元)	156.44		
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	3.88		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-17.5	-12.9	-16.4

近期评等

日期	收盘价	评级
2017-06-23	22.28	买入

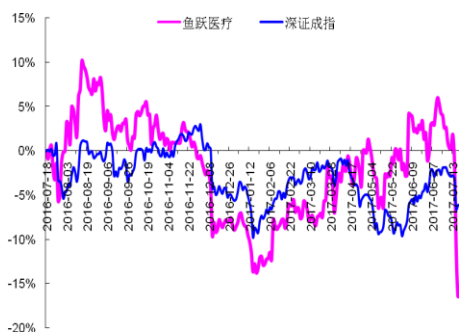
产品组合

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



➤ **业绩增幅向下修正：**公司发布 2017H1 业绩预告修正预告：公司在 2017 年一季报中预计半年度业绩增幅为 30%-50%，此次下修为 20-30%。以此测算，公司 Q2 单季度业绩增长区间由原来的 30%-65%降至 12%-30%。

➤ **营收预计保持较快增长，业绩主要是受短期费用增加：**我们预计公司上半年营收仍将延续较快的增长，增幅预计在 30%左右，其中制氧机预计平稳增长，电子血压计、电子血糖仪及试纸、雾化器预计延续快速增长的势头，增幅预计在 30%至 40%。电商渠道端预计在“618”活动支持下也有 70%左右的增长。从毛利端来看，虽然上游原材料价格有所上涨，但公司通过推出新产品升级迭代，我们预计公司毛利率整体维持稳定。公司净利润增幅下修主要是由于公司本期销售费用增加较多所致，但我们认为这是短期支出较多，若从全年来看，销售费用率将与往年持平，我们预计公司业绩将会恢复至较高增速。

➤ **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并获得了较为广泛的院内渠道。目前公司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。

➤ **盈利预计：**我们预计公司 2017、2018 年实现净利润 6.62 和 7.95 亿元，yoy 分别+32.4%和+20.1%，折合 EPS0.66 和 0.79 元。目前股价对应的 PE 分别为 28 倍和 23 倍。目前公司估值已处于历史偏低水平，我们看好公司内生+外延的成长模式，未来仍具备增长潜力。由于公司董事长被证监会立案调查，公司股价近期有较大幅度的调整，但我们认为这属个人事项范围，对公司实际经营层面影响不大，我们维持“买入”的投资建议。

➤ **风险提示：**费用率未如期恢复，并购整合不及预期

..... 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	662	795
同比增减	%	15.09	22.67	37.30	32.39	20.10
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.56	0.62	0.80	0.66	0.79
同比增减	%	14.29	10.71	29.03	-17.42	20.10
市盈率(P/E)	X	33.36	30.13	23.35	28.28	23.54
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.40	0.40	0.08	0.10
股息率 (Yield)	%	0.00	2.14	2.14	0.42	0.51

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	3593	4324
经营成本	1009	1266	1614	2190	2628
营业税金及附加	13	19	32	39	48
销售费用	148	169	203	289	316
管理费用	216	269	275	337	441
财务费用	-3	3	-18	-19	-17
资产减值损失	13	4	9	22	15
投资收益	0	2	23	21	20
营业利润	285	375	541	756	915
营业外收入	50	37	34	39	40
营业外支出	1	4	2	4	4
利润总额	334	408	573	791	951
所得税	36	41	71	98	118
少数股东损益	1	2	1	31	37
归母净利润	297	364	500	662	795

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证证券(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分内容以作任何用途。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)有限公司及其任何之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)有限公司及其任何之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。