

证券研究报告

生物医药

推荐(维持)

证券分析师

邹敏

投资咨询资格编号:S1060514080003
电话 021-20662997
邮箱 ZOUJIN787@pingan.com.cn

叶寅

投资咨询资格编号:S1060514100001
电话 021-22662299
邮箱 YEYIN757@pingan.com.cn

魏巍

投资咨询资格编号:S1060514110001
电话 021-20632019
邮箱 WEIWEI093@pingan.com.cn

研究助理

张斌

一般证券从业资格编号:S1060114110003
电话 021-20662550
邮箱 ZHANGBIN482@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

鱼跃医疗(002223)

由设备制造商向平台型品牌运营商和医疗服务提供商的转型

事项:

我们近期调研了鱼跃医疗，与公司董事长、副董事长、董秘，就慢性病远程健康管理、上械集团整合并购、电商等发展做了交流。我们认为公司通过行业整合逐渐成为家用器械和医疗器械领域的平台型品牌运营商，通过互联网医疗拓展慢性病远程管理，逐渐成为平台型的医疗服务提供商。

平安观点:

■ 参股苏州医云：布局糖尿病远程健康管理平台，凭借多重优势预计未来将胜出。

近期公司公告与鱼跃科技、吴群、张勇、姜迅、母剑明等共同投资设立苏州医云健康管理有限公司，从事互联网健康管理服务、智能硬件的研发及互联网药品交易等业务。其中公司出资 500 万元占比 10% 股权，控股股东及一致行动人鱼跃科技、吴群分别占比 30%、20%。

公司以做硬件产品起家，在互联网浪潮下，通过医云不仅提供慢性病远程健康管理服务，而且将产品投放给更多用户，互联网提高了运营效率。

商业模式方面，1) 价值主张及解决方案：慢性病需要诊后持续的健康管理，而目前医院基本没精力做诊后健康管理，借助远程手段可以协助医院做诊后管理。医云目前在糖尿病领域，有 15 位各地大牌内分泌专家加入（与专家签订排他协议），每个专家拥有自己的云诊所，同时每个大牌专家又会带多个内分泌医生加入形成社区。慢性病患者全部由医生专家在患者就诊时导入，形成区域性社群（传统互联网模式聚集用户的粘性小）。医云提供后方平台支持，终端用户的糖尿病或血压数据会实时传递给相应的医生。80% 患者通过智能辅助系统制定方案进行管理（规则库仅次于 welldoc），15% 患者是助理级别医生提供解答，5% 是专家医生解答。医云预计 3 月下旬上线。

2) 盈利模式：收入来自公司血糖产品及专家咨询服务收费，会考虑代理药品及保健品。具体会考虑通过收购小型药厂形式，考虑收购电商牌照，远程医疗处方权会考虑收购小医院来解决。并且后续可能横向扩张进入呼吸、妇科、儿科等领域。

3) 关键资源及关键流程：a) 目前医疗价值在医院和大牌医生，远程医疗也如此。医云通过医生切入诊后管理，会充分保证医生利益最大化，增加医生收入来源。每个云诊所产生的产品利润 6 成归医生，服务收入 8 成归医生，会通过产品上的二维码识别是哪个医生产生的收入。此外对医生还有股权激励形式，张勇持有的股权为后续医生持股做准备，贡献大的医生在医云层面持股多。另外提供数据给医生以供临床研究之用。目前有 150 位医生意向加入，后续地推逐步大规模开始拓展。b) 医云是一个创业团队，股权激励充分，动力十足。包括以姜迅首席架构师为核心的技术团队，十几个医生创业团队，以副董事长吴群为核心的管理团队。c) 自有产品优势，通过自有产品销售具有较强的掌控力，实现利润最大化。d) 公司具有深厚的医疗行业积累，而传统互联网公司不具备医疗背景。

我们认为在互联网医疗特别是远程慢性病管理领域，2015年下半年各种模式的发展趋势会明朗，公司凭借多种优势预计将胜出。通过互联网医疗拓展慢性病远程管理，逐渐成为平台型的医疗服务提供商。

■ **上械：整合提供增长动力。**

经营情况：根据目前进度，上市公司将在年中完成上械集团并表。上械集团今年也主要以整合稳定为主，预计2015年实现利润约5000万元。2013年上械集团实现利润约4000万，其中主要利润来自上手、上卫、两家合资公司、贸易公司联众，亏损业务为九厂、上海医疗器械厂有限公司、骨科公司。2014年上械集团利润有所下滑，其中计提部分坏账，上卫GMP改造影响只生产5个月，另外GMP改造费用（700万费用化）导致亏损。2015年在并入上市公司之前，会剥离出亏损业务。2013年上手厂净利率14%，上卫10%，预计2015年恢复到2013年水平。

整合：2015年最重要工作是融合，二是保持市场占有率，第三是提高利润。其中，上卫预计保持快速增长。医用卫生材料市场体量大，另外上卫销售团队已经到位，团队来自国内知名OTC企业。上卫现在正常收入1亿，计划每年增长50%，快速达到3-5亿的规模。竞争对手收入规模一般都亿元以上，但利润率低，主要因为没品牌，只做OEM代工。此外上卫药械结合产品受益于药价放开，之前每年也可以提价20-25%，但由于基数只有1元，因此价格仍较低，而竞争对手达到3元，差距较大。上手收入维持稳定增长，主要通过单价提高提高利润率。此外会通过海内外并购进入微创手术器械领域。

后续围绕上手上卫持续并购，公司逐渐成为平台型品牌运营商。

■ **经营情况：原有业务稳定增长。**

公司近期公布2014年业绩快报，实现营业收入16.86亿元，同比增长18.35%；实现营业利润2.94亿元，同比增长16.50%；实现归属于上市公司股东的净利润3.00亿元，同比增长16.42%；实现EPS 0.57元，略低于预期。整体收入方面在没有新大品类产品明显贡献情况下，靠既有产品增速符合正常规律。其中电商渠道增长迅速，实现收入2亿，同比增长230%，预计2015年收入翻倍增长，电子血压计2015年有望超于欧姆龙实现份额第一；血糖产品收入6000万，预计2015年收入超过1亿元；制氧机保持20%以上快速增长；高端轮椅、雾化器等战略产品亦保持了较快的增速。研发费用增长较快，为不断提高公司竞争能力，公司不断加大研发团队建设和研发经费投入，研究成果显现，医用电子血压计、真空采血管、睡眠呼吸机、留置针等一批新品经过研发测试，大部分新品已取证并符合规模化生产的条件，2015年各新品将根据市场情况陆续推广上市。

■ **维持“推荐”评级，目标价40元。**公司通过行业整合逐渐成为家用器械和医器械领域的平台型品牌运营商，通过互联网医疗拓展慢性病远程管理，逐渐成为平台型的医疗服务提供商。维持前期盈利预测，预计2015-2016年EPS为0.74、0.94元，若考虑2015年上半年上械集团并表，预计2015-2016年EPS分别为0.79、1.03元，维持“推荐”评级，目标价40元。

■ **风险提示。业务整合风险。**

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位：百万元 | | | | | 单位：百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
| 流动资产 | 1279 | 1426 | 1721 | 2190 | 营业收入 | 1424 | 1746 | 2099 | 2525 |
| 现金 | 323 | 281 | 365 | 564 | 营业成本 | 887 | 1066 | 1264 | 1504 |
| 应收账款 | 395 | 527 | 581 | 751 | 营业税金及附加 | 10 | 13 | 15 | 18 |
| 其他应收款 | 244 | 260 | 346 | 383 | 营业费用 | 124 | 140 | 164 | 189 |
| 预付账款 | 23 | 60 | 38 | 79 | 管理费用 | 145 | 175 | 210 | 247 |
| 存货 | 293 | 299 | 389 | 413 | 财务费用 | -1 | -4 | -4 | -7 |
| 其他流动资产 | 294 | 299 | 390 | 413 | 资产减值损失 | 6 | 20 | 20 | 20 |
| 非流动资产 | 534 | 674 | 744 | 755 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 投资净收益 | -0 | -15 | -10 | -10 |
| 固定资产 | 401 | 491 | 544 | 536 | 营业利润 | 253 | 322 | 421 | 543 |
| 无形资产 | 65 | 112 | 159 | 184 | 营业外收入 | 47 | 45 | 40 | 40 |
| 其他非流动资产 | 68 | 70 | 40 | 34 | 营业外支出 | 1 | 3 | 3 | 4 |
| 资产总计 | 1813 | 2100 | 2465 | 2945 | 利润总额 | 298 | 364 | 458 | 579 |
| 流动负债 | 267 | 322 | 373 | 456 | 所得税 | 40 | 48 | 62 | 79 |
| 短期借款 | 3 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 259 | 315 | 396 | 499 |
| 应付账款 | 195 | 255 | 286 | 366 | 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他流动负债 | 69 | 67 | 87 | 90 | 归属母公司净利润 | 258 | 315 | 395 | 498 |
| 非流动负债 | 30 | 10 | 10 | 10 | EBITDA | 281 | 355 | 462 | 585 |
| 长期借款 | 20 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.49 | 0.59 | 0.74 | 0.94 |
| 其他非流动负债 | 10 | 10 | 10 | 10 | | | | | |
| 负债合计 | 296 | 332 | 383 | 466 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 11 | 11 | 12 | 13 | 会计年度 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
| 股本 | 532 | 532 | 532 | 532 | 成长能力 | - | - | - | - |
| 资本公积 | 69 | 69 | 69 | 69 | 营业收入(%) | 8.5 | 22.6 | 20.2 | 20.3 |
| 留存收益 | 906 | 1156 | 1469 | 1865 | 营业利润(%) | -3.1 | 27.4 | 30.7 | 29.0 |
| 归属母公司股东权益 | 1506 | 1756 | 2070 | 2466 | 归属于母公司净利润(%) | 5.7 | 22.0 | 25.5 | 26.1 |
| 负债和股东权益 | 1813 | 2100 | 2465 | 2945 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 37.7 | 39.0 | 39.8 | 40.4 |
| | | | | | 净利率(%) | 18.1 | 18.0 | 18.8 | 19.7 |
| | | | | | ROE(%) | 17.0 | 17.8 | 19.0 | 20.1 |
| | | | | | ROIC(%) | 22.2 | 23.0 | 24.5 | 27.1 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 16.3 | 15.8 | 15.5 | 15.8 |
| | | | | | 净负债比率(%) | -6.3 | -2.8 | 2.5 | 0.7 |
| | | | | | 流动比率 | 4.79 | 4.43 | 4.62 | 4.80 |
| | | | | | 速动比率 | 3.70 | 3.50 | 3.57 | 3.90 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.85 | 0.89 | 0.92 | 0.93 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 3.8 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 7.8 | 7.8 | 7.8 | 7.7 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.49 | 0.59 | 0.74 | 0.94 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.23 | 0.45 | 0.55 | 0.69 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 2.83 | 3.30 | 3.89 | 4.64 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 66.6 | 54.6 | 43.5 | 34.5 |
| | | | | | P/B | 11.4 | 9.8 | 8.3 | 7.0 |
| | | | | | EV/EBITDA | 42.2 | 47.6 | 36.4 | 28.4 |

资料来源: wind, 平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033