

# 鱼跃医疗 (002223)

## 现有业务稳增长，未来亮点是整合、外延和互联网医疗

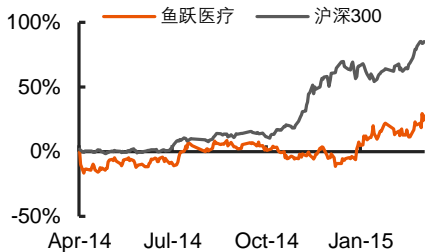
### 推荐 (维持)

现价: 35.10 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.yuyue.com.cn
大股东/持股	江苏鱼跃科技发展有限公司 /36.85%
实际控制人/持股	吴光明/28.84%
总股本(百万股)	532
流通 A 股(百万股)	226
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	186.59
流通 A 股市值(亿元)	79.36
每股净资产(元)	3.29
资产负债率(%)	17.62

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**邹敏** 投资资格编号  
S1060514080003  
021-20662997  
ZOUJIN787@pingan.com.cn

#### 研究助理

**张斌** 一般从业资格编号  
S1060114110003  
021-20662550  
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。

### 投资要点

#### 事项:

公司公布2014年报，报告期内实现营业收入、归属上市公司股东净利润分别为16.81亿、2.97亿元，同比分别增长18.08%、15.09%，扣非后归属上市公司股东净利润为2.67亿元，同比增长16.62%，实现每股收益0.56元，每股经营活动产生的现金流量0.39元，略低于之前预期。拟每10股转增1股。

#### 平安观点:

- **现有业务稳定增长，制氧机表现靓丽。** 康复护理系列实现收入 9.44 亿元，同比增长 12.2%，毛利率提高 2.22 个百分点，主要是调整收入结构，高毛利产品快速增长。医用供氧实现收入 5.5 亿元，同比增长 43.72%，对业绩增长贡献明显，主要是新产品上市带来收入快速增长。医用临床器械实现收入 1.84 亿元，同比下降 6.18%，预计影像业务逐步与万东进行整合，2015 年年中上械集团并表有望带来医用器械业务快速增长。
- **毛利率水平提高明显，研发投入导致费用率提升。** 公司整体毛利率为 39.95%，提升 2.3 个百分点，主要是制氧产品收入快速增长，康复护理及临床器械产品优化结构，提高高毛利产品占比。期间费用率 21.5%，相比 2013 年提高 2.69 个百分点，主要由于研发费用同比大幅增长 84.68%，达到 1.42 亿元，占营业收入比例达到 8.43%，提高 3.04 个百分点，报告期内加大对新产品如睡眠呼吸机、留置针、新型制氧机、医用电子血压计等重大研发项目支出。
- **打造平台型品牌运营商和医疗服务提供商。** 公司发展战略定位以制氧呼吸、基础手术器械（含开放和微创）、家庭护理、医用高值耗材为板块，聚焦高品质、高毛利、高附加值的产品。同时通过苏州医云拓展互联网慢性病健康管理服务，糖尿病健康管理 APP 预计近期即将上线运行。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1312	1424	1682	2287	3005
YoY(%)	12.1	8.5	18.1	36.0	31.4
净利润(百万元)	244	258	297	385	501
YoY(%)	7.8	5.7	15.1	29.7	30.0
毛利率(%)	37.3	37.7	40.0	38.5	38.8
净利率(%)	18.6	18.1	17.7	16.8	16.7
ROE(%)	18.7	17.0	16.9	18.5	19.8
EPS(摊薄/元)	0.46	0.49	0.56	0.72	0.94
P/E(倍)	77.9	73.6	64.0	49.4	38.0
P/B(倍)	14.6	12.6	10.9	9.1	7.5

- **2015 年中期将并表上械集团，后续将以此为平台进行行业整合。**公司积极推进收购兼并与公司主营业务相近或相关的医疗器械生产企业。上海医疗器械（集团）有限公司 100%股权预计今年中期将自控股股东注入本公司，公司管理层将通过资本支持、资源配置、员工激励等多种方式对上械集团进行整合。后续，我们预期公司会以上械集团为平台，进行外延式扩展，进一步整合手术器械和卫生材料子行业。
- **维持“推荐”评级，目标价 40 元。**公司处于家用医疗器械龙头地位，渠道和产品线优异，工艺设计水平逐渐比肩外资竞争对手；未来将持续并购医用器械耗材企业进一步提升产业地位；布局互联网医疗进入慢性病远程健康管理，紧抓“医生”核心资源，借助自有产品优势，开创性提出“云诊所”模式，未来有望胜出。结合 2014 年业绩，同时考虑进上械集团的并表因素，我们调整 2015-2016 年的 EPS 预测至 0.72、0.94 元（原预测 0.74 和 0.94 元），维持“推荐”评级，维持目标价 40 元。
- **风险提示。**业务整合风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	1279	1590	1827	2301
现金	323	364	229	300
应收账款	395	497	710	876
其他应收款	244	307	354	514
预付账款	23	117	55	88
存货	293	302	479	522
其他流动资产	294	306	480	523
<b>非流动资产</b>	534	548	1045	1078
长期投资	1	7	7	7
固定资产	401	405	756	770
无形资产	65	69	116	162
其他非流动资产	68	68	167	140
<b>资产总计</b>	1813	2138	2873	3379
<b>流动负债</b>	267	345	657	827
短期借款	3	50	208	283
应付账款	195	245	349	438
其他流动负债	69	50	100	106
<b>非流动负债</b>	30	32	123	15
长期借款	20	20	113	5
其他非流动负债	10	12	10	10
<b>负债合计</b>	296	377	780	842
少数股东权益	11	11	13	14
股本	532	532	532	532
资本公积	69	69	69	69
留存收益	906	1149	1480	1923
归属母公司股东权益	1506	1750	2081	2523
<b>负债和股东权益</b>	1813	2138	2873	3379

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	124	206	258	300
净利润	259	298	385	501
折旧摊销	34	42	73	83
财务费用	2	2	10	18
投资损失	0	-0	-0	-0
<b>营运资金变动</b>	-173	-165	-211	-303
其他经营现金流	3	30	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-88	-157	-579	-120
资本支出	-0	-4	-480	-120
长期投资	-0	-6	-100	0
其他投资现金流	-88	-147	1	0
筹资活动现金流	-33	-9	186	-108
短期借款	0	47	158	76
长期借款	20	0	93	-108
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	-0	0
其他筹资现金流	-53	-56	-64	-76
<b>现金净增加额</b>	3	40	-135	72

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	1424	1682	2287	3005
营业成本	887	1009	1407	1840
营业税金及附加	10	13	17	22
营业费用	124	148	202	265
管理费用	145	216	248	325
财务费用	-1	-3	10	18
资产减值损失	6	13	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	253	285	390	519
营业外收入	47	50	45	45
营业外支出	1	1	2	2
<b>利润总额</b>	298	334	433	562
所得税	40	36	46	60
<b>净利润</b>	259	298	386	502
少数股东损益	1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	258	297	385	501
EBITDA	281	318	473	620
EPS(元)	0.49	0.56	0.72	0.94

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	8.5	18.1	36.0	31.4
营业利润(%)	-3.1	12.8	36.8	33.3
归属于母公司净利润(%)	5.7	15.1	29.7	30.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	37.7	40.0	38.5	38.8
净利率(%)	18.1	17.7	16.8	16.7
ROE(%)	17.0	16.9	18.5	19.8
ROIC(%)	22.2	21.0	24.7	22.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	16.3	17.6	27.1	24.9
净负债比率(%)	-6.3	-2.8	-2.7	9.1
流动比率	4.79	4.61	2.78	2.78
速动比率	3.70	3.74	2.05	2.15
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.85	0.85	0.91	0.96
应收账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	7.8	7.6	7.7	7.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.56	0.72	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.39	0.49	0.56
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.29	3.91	4.75
<b>估值比率</b>				
P/E	73.6	64.0	49.4	38.0
P/B	12.6	10.9	9.1	7.5
EV/EBITDA	42.2	40.7	40.4	30.6

## 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