

证券研究报告—动态报告/公司快评

生物医药

医疗器械与服务

鱼跃医疗 (002223)

重大事件快评

中性

(调低评级)

2015年07月14日

与辉瑞合作、业绩超预期、公司前景看好

证券分析师：江维娜

021-60933157

jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980515060001

事项：

公司与辉瑞投资签订《战略合作框架协议》，将在心脑血管、高血压等慢性疾病领域实现患者健康管理、药械产品研发、互联网健康服务方面展开全面合作。同时，公司上调 2015 年上半年度归属上市公司股东净利润增速至 30%-40%，该预计数据未包含上械集团并表的影响。

评论：

■ 与辉瑞合作，医云进军心脑血管领域竞争力强

辉瑞的络活喜（降血压）和立普妥（降血脂）在国内心脑血管市场长期耕耘，积累了大量的专家资源和患者。公司通过与辉瑞合作将使得许多国内顶尖的心脑血管专家入驻医云健康，并通过专家线下导流培养患者黏性。考虑到公司医院版的电子血压计刚刚上市，该合作短期内能够促进公司产品销售。长期来说，医云与辉瑞的合作能够为心脑血管专家构建一个患者管理、药械研发、学术交流的平台。真正为医生、患者提供价值，具备很强的核心竞争优势。

■ 医云模式持续复制可期待

2015 年 5 月，医云健康 APP “大医生”正式上线，标志着鱼跃医疗在移动医疗领域迈出了实质性的一步。医云健康利用线下的智能硬件以及线上的 APP 帮助大专家管理慢性病患者。通过合作众筹，共同创业的与专家签订排他性协议，从而建立核心竞争力及竞争壁垒。该模式首先借助公司血糖仪产品切入糖尿病健康管理，本次借助血压计进入高血压和心脑血管领域。从市场及公司产品线分析，我国睡眠管理市场空间巨大，公司有望借助睡眠呼吸机产品绑定相关医疗专家，实现医云在睡眠呼吸领域的进一步扩张。

■ 业绩向上修正超过我们预期

公司半年度业绩预告从同比增长 0%-30%向上修正为同比增长 30%-40%。该增长不包含上械集团并表的因素，超过我们对公司业绩增长 28%的预测。本次业绩增长是由于公司制氧机、电子血压计、高端轮椅、雾化器等传统优势产品销售提升所致。我们预计公司下半年仍然能够保持高增长，考虑到上械集团将于年底前并表，公司全年业绩有望超预期。

■ 传统业务超预期，医云前景看好，“中性”评级

我们上调公司 2015 年全年业绩增速，预测公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.67/0.83/1.02 元。如考虑上械并表因素，15-16 年 EPS 增厚至 0.79/1.00 元，目前股价对应估值为 77x/60x。公司目前估值从 PE 以及 PEG 的角度均略高于行业平均水平，但与辉瑞合作以及业绩超预期均构成实质性利好，应当有一定的估值溢价。我们给予公司“中性”评级，合理估值 57 - 60 元。

表 1: 同比公司估值

股票代码	公司简称	股价	总市值	P/E				PEG	Growth
		2015/7/13	亿元	14A	15E	16E	17E	15E	15-17
300003	乐普医疗	44.17	359	85	53	41	31	1.35	39%
300273	和佳股份	24.49	182	82	58	40	28	1.35	43%
300298	三诺生物	41.00	107	54	44	34	26	1.60	28%
300049	福瑞股份	36.33	96	110	87	58	38	2.07	42%
600587	新华医疗	43.55	177	54	40	31	23	1.23	33%
300206	理邦仪器	22.89	54	399	266	177	118	5.32	50%
300246	宝莱特	31.12	45	134	97	67	61	3.18	30%
600055	华润万东	40.99	89	345	205	94	58	2.51	82%
300326	凯利泰	20.90	74	118	50	37	26	0.77	65%
平均值			131	153	100	64	45	2.15	46%
中值			96	114	72	49	33	1.83	43%
002223	鱼跃医疗	60.48	354	119	77	60	50	2.26	34%

资料来源: 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	364	429	503	623
应收款项	804	1014	1222	1470
存货净额	302	379	453	541
其他流动资产	121	13	15	18
流动资产合计	1590	1834	2194	2652
固定资产	429	526	629	739
无形资产及其他	69	67	65	64
投资性房地产	43	43	43	43
长期股权投资	7	7	7	7
资产总计	2138	2478	2939	3504
短期借款及交易性金融负债	50	0	0	0
应付款项	245	307	367	438
其他流动负债	50	62	74	88
流动负债合计	345	369	442	527
长期借款及应付债券	20	20	20	20
其他长期负债	12	12	12	12
长期负债合计	32	32	32	32
负债合计	377	401	473	558
少数股东权益	11	12	14	15
股东权益	1750	2064	2452	2931
负债和股东权益总计	2138	2478	2939	3504

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.56	0.67	0.83	1.02
每股红利	0.10	0.13	0.17	0.20
每股净资产	3.29	3.53	4.19	5.01
ROIC	16%	19%	22%	24%
ROE	17%	19%	20%	20%
毛利率	40%	40%	41%	41%
EBIT Margin	18%	18%	19%	20%
EBITDA Margin	20%	21%	22%	22%
收入增长	18%	26%	21%	20%
净利润增长率	15%	32%	24%	23%
资产负债率	18%	17%	17%	16%
息率	0%	0%	0%	0%
P/E	108.3	90.2	72.9	59.1
P/B	18.4	17.1	14.4	12.1
EV/EBITDA	98.2	81.2	65.0	52.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1682	2122	2559	3076
营业成本	1009	1270	1520	1813
营业税金及附加	13	16	20	24
销售费用	148	187	223	265
管理费用	216	257	305	360
财务费用	(3)	(8)	(11)	(13)
投资收益	0	3	3	3
资产减值及公允价值变动	(13)	(13)	(13)	(13)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	285	388	492	618
营业外净收支	49	49	49	49
利润总额	334	437	540	667
所得税费用	36	44	54	67
少数股东损益	1	1	1	2
归属于母公司净利润	297	392	485	598

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	297	392	485	598
资产减值准备	7	3	3	3
折旧摊销	36	50	60	71
公允价值变动损失	13	13	13	13
财务费用	(3)	(8)	(11)	(13)
营运资本变动	(236)	(101)	(211)	(250)
其它	(6)	(2)	(1)	(2)
经营活动现金流	112	356	349	435
资本开支	(26)	(162)	(178)	(196)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(32)	(162)	(178)	(196)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(56)	(78)	(97)	(120)
其它融资现金流	73	(50)	0	0
融资活动现金流	(39)	(128)	(97)	(120)
现金净变动	41	66	74	120
货币资金的期初余额	323	364	429	503
货币资金的期末余额	364	429	503	623
企业自由现金流	38	139	114	180
权益自由现金流	110	96	123	192

相关研究报告:

- 《鱼跃医疗-002223-深度报告：器械龙头强者恒强》 —— 2015-06-15
- 《鱼跃医疗-002223-外延并购及医云健康助力公司发展》 —— 2015-05-12
- 《鱼跃医疗-002223-2012年1季报点评：高基数下小幅增长》 —— 2012-04-23
- 《鱼跃医疗-002223-2011年年报点评：12年将步入平稳增长期》 —— 2012-04-05

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。