

鱼跃医疗 (002223)

多因素推动公司进入新一轮成长期，上调评级至强烈推荐

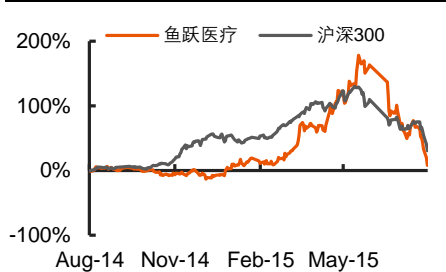
强烈推荐 (上调)

现价: 27.90 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 /29.85%
实际控制人/持股	吴光明/28.84%
总股本(百万股)	585
流通 A 股(百万股)	249
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	163
流通 A 股市值(亿元)	69.4
每股净资产(元)	3.42
资产负债率(%)	32.90

行情走势图



相关研究报告

《鱼跃医疗*002223*线下医疗资源优异 与阿里合作增强互联网医疗竞争力》 2015-04-20

证券分析师

邹敏	投资咨询资格编号 S1060514080003 021-20662997 ZOUJIN787@pingan.com.cn
魏巍	投资咨询资格编号 S1060514110001 021-20632019 WEIWEI093@pingan.com.cn
叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 021-22662299 YEYIN757@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司公布2015年中报，上半年实现收入10.92 亿元，同比增16.66%，实现净利润2.52亿元，同比增长31.12%，扣非后净利2.27亿元，同比增长24.99%，符合预期。实现经营性现金流1.96亿，同比增209%，现金流强劲。

平安观点:

- **电商业拉动业绩高速增长:** (1) 上半年公司电子商务平台增长迅猛，预计实现过 2 亿元收入，同比增长 100%，全年有望冲击 5 亿元销售目标；战略产品如制氧机、电子血压计、高端轮椅、雾化器等增速也保持较快增长。(2) 分产品条线看，康复护理产品保持较高增长，上半年营收增速 17.30%；医用供氧系列增长 4.20%；医用临床系列增长 88.70%，增长迅猛。(3) 销售费用率和管理费用率同比分别下降 2.6pp 和 1.8pp，而且费用绝对额主要增长在研发费、工资薪酬及办公费，公司精细化管理和精准化销售见到成效。
- **整合上械，拓宽产品线:** 公司 6 月中旬完成对上械集团的收购，将于下半年并表。上械集团作为国内手术器械的行业领导者和中国卫生材料的发源地，拥有最多最全的手术器械及卫生材料相关证照的企业。此前由于原有体制下激励不足等原因产出较低，公司接手后主要任务在于整合与激励，我们预计今年并表利润约 3000 万元，明年贡献利润约 7000 万。未来公司将依托上械集团实施产业链上的并购整合，而随着整合推进会逐步提升市场占有率与产品利润率。
- **医云健康打造移动医疗平台:** 公司与控股股东等合资设立苏州医云健康管理公司，公司占 10%股份，未来该平台盈利明确后将注入上市公司。医云通过线上线下为平台导入流量，依托鱼跃长久以来建立的优秀医生资源，将患者吸引到平台上。建立众筹分享的模式调动医生参与平台的热情，不断探索并构建以慢性病远程医疗服务和管理为重心的，具有盈利能力和

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1424	1682	2287	3005
YoY(%)	8.5	18.1	36.0	31.4
净利润(百万元)	258	297	385	501
YoY(%)	5.7	15.1	29.6	30.0
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
EPS(摊薄/元)	0.44	0.51	0.66	0.86
P/E(倍)	62.5	54.3	42.3	32.4
P/B(倍)	10.7	9.2	7.8	6.5

竞争能力的远程医疗平台。目前大医生 APP 运营良好，实现了高达 50% 的流量销售转化率。公司有意稳扎稳打，将大医生 APP 运营的各个环节摸索顺畅后，再嫁接合作方，如阿里健康的流量。

- **与各方巨头（资本+互联网+制药）联手，打造健康平台。**（1）公司去年引入红杉资本，红杉资本在全球互联网与医疗领域具有大量投资经验，对鱼跃改善治理结构、国际化进程及医疗互联网领域的开拓均能提供借鉴与帮助。（2）今年 4 月公司控股股东与阿里健康签署战略合作框架协议，其中阿里健康将与鱼跃医疗在智能健康硬件领域全面合作，与苏州医云在医患互动、慢病管理、远程健康咨询方面合作。该合作有利于公司顺利搭建互联网平台、引入患者流量和数据搜集处理。（3）7 月公司与辉瑞投资签署战略合作框架协议，双方将在心脑血管、高血压等慢性疾病健康管理，互联网健康服务拓展，开拓市场与客户，信息及医疗产品等方面展开合作。该合作显示出公司继糖尿病健康管理后，进一步向心脑血管、高血压等慢性病领域深入的战略布局。

- **进入新一轮快速成长期，上调至“强烈推荐”评级。**

公司正在由“设备制造商”向“平台型品牌运营商和医疗服务提供商”转型。由 OTC 家用医疗器械龙头企业，向专业的医用临床领域进一步延伸，并购整合上械集团将提升其医用领域的产业地位。由线下运营企业，向线上线下一体化运作转型。布局云联网医疗进入慢性病远程健康管理，紧抓“医生”核心资源，利用自有产品优势，同时整合互联网巨头和制药巨头，未来有望在移动医疗领域胜出。

考虑到转增对股本的摊薄，我们调整 2015-2016 年 EPS 至 0.66 元和 0.86 元，同比增长 30% 和 30%。在电子商务高增长、整合上械拓宽产品线，新产品电子血压计等高增长的拉动下，公司正在进入新一轮的快速成长期，移动医疗平台做深做透的思路已获得互联网和制药巨头的认同，流量向销售的高转化率将强力助力盈利增长，预期未来三年净利润复合增长率将保持在 30% 左右。当前股市的剧烈调整为战略进入创造了良机，上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。

- **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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	1813	2138	2873	3379
流动负债	267	345	657	827
短期借款	3	50	208	284
应付账款	195	245	349	438
其他流动负债	69	50	100	106
非流动负债	30	32	123	15
长期借款	20	20	113	5
其他非流动负债	10	12	10	10
负债合计	296	377	780	842
少数股东权益	11	11	12	14
股本	532	532	585	585
资本公积	69	69	69	69
留存收益	906	1149	1427	1869
归属母公司股东权益	1506	1750	2081	2523
负债和股东权益	1813	2138	2873	3379

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	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
营运资金变动	-173	-165	-211	-303
其他经营现金流	3	30	1	1
投资活动现金流	-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	53	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-53	-56	-118	-76
现金净增加额	3	40	-135	72

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	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
营业利润	253	285	390	519
营业外收入	47	50	45	45
营业外支出	1	1	2	2
利润总额	298	334	433	562
所得税	40	36	46	60
净利润	259	298	386	502
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	258	297	385	501
EBITDA	281	318	473	620
EPS (元)	0.44	0.51	0.66	0.86

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力				
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	29.6	30.0
获利能力				
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
偿债能力				
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	4.8	4.6	2.8	2.8
速动比率	3.7	3.7	2.1	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
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
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.51	0.66	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.39	0.44	0.51
每股净资产(最新摊薄)	2.6	3.0	3.6	4.3
估值比率				
P/E	62.5	54.3	42.3	32.4
P/B	10.7	9.2	7.8	6.5
EV/EBITDA	42.2	40.7	34.3	26.0

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