

# 鱼跃医疗 (002223)

## 内生外延并举，新一轮成长起步

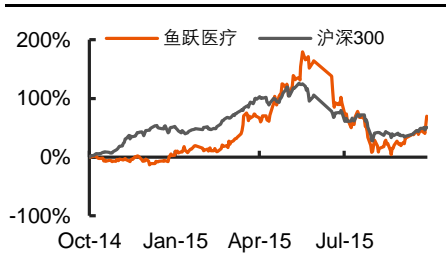
### 强烈推荐 (维持)

现价: 43.19 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)	252.56
流通 A 股市值(亿元)	107.42
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\*多因素推动公司进入新一轮成长期，上调评级至强烈推荐》 2015-08-26

#### 证券分析师

<b>邹敏</b>	投资咨询资格编号 S1060514080003 021-20662997 ZOUJIN787@pingan.com.cn
<b>叶寅</b>	投资咨询资格编号 S1060514100001 021-22662299 YEYIN757@pingan.com.cn
<b>魏巍</b>	投资咨询资格编号 S1060514110001 021-20632019 WEIWEI093@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2015年三季报，实现收入16.3亿元，同比增长19.7%，实现归母净利润3.32亿元，同比增31.6%，扣非净利润同比增24.8%。第三季度实现收入5.4亿元，同比增26%，扣非净利润0.7亿元，同比增长24.3%，基本符合预期。

#### 平安观点:

- **电商业务高增长，拉动各业务主线。**前三季度收入端的快速增长来自于电商业务高增长和上械并表两大因素。前三季度公司电子商务平台继续增长迅猛，预计同比增长100%，全年有望冲击5亿元销售目标。单品增速较快的有：制氧机增长约20%，电子血压计增长100%，高端轮椅、雾化器、新产品睡眠呼吸机等，线上电子血压计销售已超欧姆龙。电商渠道已经成为拉动公司业务的主要引擎，在其拉动下，预计康复系列增长15-20%。
- **并表上械，拓宽产品线。**公司7月并表上械集团，接手后主要任务在于整合与激励。我们预计，前三季合并报表中，由于涉及一些一次性的费用支出，上械贡献了净利润约800万元，全年预计贡献净利润超过2000万元，预计明年上械将获得6亿收入，净利润约6000万。未来随着整合推进会逐步提升市场占有率与产品利润率。尤其上卫厂的整合空间值得期待。
- **移动医疗平台医云健康，用户活跃，开局良好。**目前大医生APP运营良好，医患活跃度高，尚未通过互联网平台，仅靠线下医生导入病人流量就实现了客户数的高增长。同时，公司已经分别于今年4月、7月与阿里健康、辉瑞制药签署战略合作框架协议。未来将与巨人同行，在慢病管理、远程医疗、药品推广、医疗数据处理等方面全方位展开合作。
- **控股股东增持并推出员工持股计划，彰显信心。**控股股东增持显示对公司发展信心。并于6月下旬推出定增计划，募集不超过28亿元，其中2.4亿为员工持股计划，参与对象将包括公司董监高及核心骨干员工。
- **内生外延并举，进入新一轮快速成长期，维持“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。由家用医疗器械向专业医用临床领域延伸，并购整合上械集团将提升其医用领域的产业地位。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，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。考虑到并表上械因素和对公司各业务线成长性的跟踪评估，我们调整2015-2017年EPS至0.68/0.90/1.13元(原2015-2016年预测0.66、0.86元)，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：业务整合风险。**

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1424	1682	2264	3185	3997
YoY(%)	8.5	18.1	34.6	40.7	25.5
净利润(百万元)	258	297	398	527	663
YoY(%)	5.7	15.1	34.1	32.2	26.0
毛利率(%)	37.7	40.0	38.9	37.7	37.5
净利率(%)	18.1	17.7	17.6	16.5	16.6
ROE(%)	17.0	16.9	18.7	20.0	20.3
EPS(摊薄/元)	0.44	0.51	0.68	0.90	1.13
P/E(倍)	97.9	85.0	63.4	48.0	38.1
P/B(倍)	16.8	14.4	11.9	9.6	7.7

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1590	1981	2781	3231
现金	364	226	318	400
应收账款	497	761	1009	1212
其他应收款	307	448	614	719
预付账款	117	37	184	94
存货	302	505	653	804
其他流动资产	306	509	657	808
<b>非流动资产</b>	548	1045	1080	1055
长期投资	7	7	7	7
固定资产	405	756	755	713
无形资产	69	116	162	187
其他非流动资产	68	167	156	148
<b>资产总计</b>	2138	3026	3861	4286
<b>流动负债</b>	345	701	912	999
短期借款	50	232	282	260
应付账款	245	370	512	597
其他流动负债	50	98	118	141
<b>非流动负债</b>	32	185	307	12
长期借款	20	173	295	0
其他非流动负债	12	12	12	12
<b>负债合计</b>	377	885	1218	1011
少数股东权益	11	12	14	16
股本	532	585	585	585
资本公积	69	69	69	69
留存收益	1149	1475	1975	2605
<b>归属母公司股东权益</b>	1750	2129	2629	3259
<b>负债和股东权益</b>	2138	3026	3861	4286

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	206	138	90	507
净利润	298	398	527	663
折旧摊销	42	73	81	85
财务费用	2	9	23	17
投资损失	0	1	0	0
营运资金变动	-165	-345	-542	-261
其他经营现金流	30	1	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-157	-580	-120	-60
资本支出	-4	-480	-120	-60
长期投资	-6	-100	0	0
其他投资现金流	-147	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-9	305	122	-366
短期借款	47	182	49	-21
长期借款	0	153	122	-295
普通股增加	0	53	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-56	-82	-49	-51
<b>现金净增加额</b>	40	-137	92	81

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	1682	2264	3185	3997
营业成本	1009	1383	1985	2497
营业税金及附加	13	17	24	30
营业费用	148	176	246	301
管理费用	216	280	370	456
财务费用	-3	9	23	17
资产减值损失	13	30	32	40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	-1	0	0
<b>营业利润</b>	285	368	506	656
营业外收入	50	80	85	90
营业外支出	1	1	1	3
<b>利润总额</b>	334	447	590	743
所得税	36	48	62	78
<b>净利润</b>	298	400	528	665
少数股东损益	1	1	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	297	398	527	663
EBITDA	318	451	610	759
EPS (元)	0.51	0.68	0.90	1.13

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	18.1	34.6	40.7	25.5
营业利润(%)	12.8	29.3	37.4	29.7
归属于母公司净利润(%)	15.1	34.1	32.2	26.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	40.0	38.9	37.7	37.5
净利率(%)	17.7	17.6	16.5	16.6
ROE(%)	16.9	18.7	20.0	20.3
ROIC(%)	21.0	23.4	20.5	20.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	17.6	29.3	31.6	23.6
净负债比率(%)	-2.8	-2.7	9.6	9.9
流动比率	4.6	2.8	3.1	3.2
速动比率	3.7	2.1	2.3	2.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	3.8	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	7.6	7.4	7.2	7.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.68	0.90	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.24	0.15	0.87
每股净资产(最新摊薄)	3.0	3.6	4.5	5.6
<b>估值比率</b>				
P/E	85.0	63.4	48.0	38.1
P/B	14.4	11.9	9.6	7.7
EV/EBITDA	40.7	56.4	41.8	33.1

## 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