中国平安 PING AN 平安证券公司

生物医药

2016 年 04 月 13 日

鱼跃医疗 (002223)

电商助力促产品推广，上械整合成新增长点

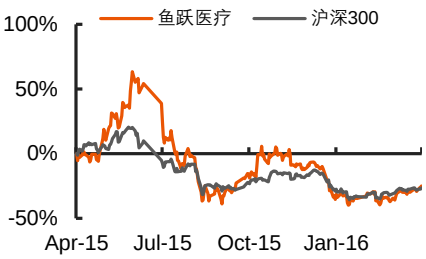
强烈推荐（维持）

现价：32.66 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/30.32%
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）	190.98
流通 A 股市值(亿元)	81.23
每股净资产(元)	3.86
资产负债率(%)	27.81

行情走势图



相关研究报告

《鱼跃医疗*002223*静脉留置针获批上市，公司产品库有序扩容》 2015-11-19
《鱼跃医疗*002223*联手亚太远见，强化医用电子》 2015-11-02
《鱼跃医疗*002223*内生外延并举，新一轮成长起步》 2015-10-27

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号 S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 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：

1. 公司公布2015年年报：全年实现营收21.04亿元，同比增长25.09%；实现归属净利润3.64亿元，同比增长22.67%；扣非后归属净利润3.51亿元，同比增长31.36%，基本符合预期。利润分配预案为10派4。
2. 公司公布2016年一季报：实现营收7.27亿元，同比增35.71%；实现归属净利润1.425亿元，同比增长30.86%；扣非后归属净利润1.416亿元，同比增长36.76%。
3. 公司公告投入400万元与他人共同设立西藏子公司，投入不超过1,000万欧元在图特林根市设立全资德国子公司。

平安观点：

■ **电商助力，多项产品增长快速：**

公司是医械行业进入电商领域的先驱，15 年公司 OTC 产品完成电商销量增长 100%的目标，销售规模占总营收近 20%。通过电商平台，公司的电子血压计、雾化器、血糖仪及试纸等重点产品获得了快速增长。家用制氧机同样增长较快并实现高利润新产品的推广。家用医疗产品总体获得 10.89%的增速。

公司总体销售费用 1.69 亿元，费用率 8.05%，同比增长 14.06%，增速低于收入增速。管理费用 2.69 亿元，费用率 12.78%，同比增长 24.50%，接近收入增速，若剔除整合上械厂的影响，同样低于收入增速。

■ **整合上械，手术器材与卫生材料成为新增长点：**

15 年年中，公司完成对上械厂的收购，并对其实行了梳理整合。在新的机制下，上械厂进行了生产线改进与减员增效，并对接鱼跃强大的销售能力。从而提升产品毛利率的同时大幅降低两费，使其旗下手术器材与卫生材料产品重新焕发活力。

15 年全年因并表因素医用临床器械增长 192.42%，达成近 4 亿元收入。我们预计随整合的深入，今年上械厂有望实现利润贡献翻番，而当 17 年完成设备革新与车间重构后，将进一步迎来高速成长。

■ **新品上市，产品迭代保持竞争力：**

在大力扩张销售的同时，鱼跃旗下三大研发中心积极推出全新产品，实现产品迭代，从而在产品种类与质量方面保持竞争力。15 年公司先后推出

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1681.8	2103.7	2881.9	3811.6	5030.4
YoY(%)	18.1	25.1	37.0	32.3	32.0
净利润(百万元)	297.0	364.3	485.4	655.7	873.8
YoY(%)	15.1	22.7	33.2	35.1	33.3
毛利率(%)	40.0	39.8	38.6	38.3	38.1
净利率(%)	17.7	17.3	16.8	17.2	17.4
ROE(%)	16.9	17.2	18.7	20.2	21.2
EPS(摊薄/元)	0.51	0.62	0.83	1.12	1.49
P/E(倍)	64.3	52.4	39.3	29.1	21.9
P/B(倍)	10.9	9.0	7.3	5.9	4.6

了弥散式制氧机、医用电子血压计、睡眠呼吸机、真空采血管、留置针等大批新产品。其中睡眠呼吸机于去年三季度在电商等 OTC 渠道铺开销售，我们预计今年全年能售出上万台。

- **开拓西藏、欧洲市场，提高公司覆盖范围：**

  公司出资 400 万元，与自然人朱岚等成立西藏子公司，精准地策划将制氧机销往含氧量低的西藏高原地带，以满足当地企事业单位与家庭的需要，从而为增长趋于稳定的制氧产品开拓新的市场空间。

  另一方面，公司意图出资不超过 1,000 万欧元在德国图特林根市设立全资子公司。该公司将利用当地聚集的高端精密医械创造人才，打造研发与制造中心，将德国医械的高品质高科技基因移植入鱼跃体内，提升公司产品技术能级。同时也促使鱼跃品牌在欧洲中心区域扎根，实现面向欧美高端市场的国际化发展，促使两地产品实现互通。

- **外延与内生齐发力，打造多品牌多领域医械航母，维持“强烈推荐”评级：**公司拥有家用医疗、医用呼吸供氧、医用临床器械三大板块，通过业务整合与协同大幅提升上械厂盈利能力。旗下拥有“鱼跃”、“华佗”和“金钟”等知名品牌，在医用器械领域占据重要产业地位。预计公司 2016/2017/2018 三年 EPS 为 0.83/1.12/1.49 元，保持高速增长，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**业务整合风险、产能限制风险。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015 A	2016E	2017E
流动资产	1590	1820	2536	2890
现金	364	461	288	381
应收账款	497	559	882	1024
其他应收款	307	259	542	517
预付账款	117	95	200	192
存货	302	403	579	728
其他流动资产	306	447	624	776
非流动资产	548	1106	1583	1590
长期投资	7	34	34	34
固定资产	405	461	789	766
无形资产	69	420	456	490
其他非流动资产	68	190	304	300
资产总计	2138	2926	4119	4480
流动负债	345	696	1105	1106
短期借款	50	198	504	292
应付账款	245	294	463	544
其他流动负债	50	205	137	270
非流动负债	32	97	392	90
长期借款	20	0	302	0
其他非流动负债	12	97	90	90
负债合计	377	794	1497	1196
少数股东权益	11	16	21	28
股本	532	585	585	585
资本公积	69	16	17	17
留存收益	1149	1514	1999	2655
归属母公司股东权益	1750	2116	2601	3257
负债和股东权益	2138	2926	4119	4480

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015 A	2016E	2017E
经营活动现金流	206	543	-196	733
净利润	298	367	485	656
折旧摊销	42	59	99	108
财务费用	2	5	5	6
投资损失	0	-2	0	0
营运资金变动	-165	179	-790	-43
其他经营现金流	30	-64	5	7
投资活动现金流	-157	-588	-581	-120
资本支出	-4	-351	-480	-120
长期投资	-6	-88	-100	0
其他投资现金流	-147	-148	-1	0
筹资活动现金流	-9	137	604	-520
短期借款	47	148	307	-212
长期借款	0	-20	302	-302
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	-56	9	-5	-6
现金净增加额	40	93	-173	93

利润表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015 A	2016E	2017E
营业收入	1682	2104	2882	3812
营业成本	1009	1266	1768	2353
营业税金及附加	13	19	26	34
营业费用	148	169	220	275
管理费用	216	269	350	440
财务费用	-3	3	5	6
资产减值损失	13	4	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	2	0	0
营业利润	285	375	508	699
营业外收入	50	37	40	40
营业外支出	1	4	3	3
利润总额	334	408	545	736
所得税	36	41	54	74
净利润	298	367	490	662
少数股东损益	1	2	5	7
归属母公司净利润	297	364	485	656
EBITDA	318	431	612	813
EPS（元）	0.51	0.62	0.83	1.12

主要财务比率

会计年度	2014A	2015 A	2016E	2017E
成长能力				
营业收入(%)	18.1	25.1	37.0	32.3
营业利润(%)	12.8	31.8	35.3	37.7
归属于母公司净利润(%)	15.1	22.7	33.2	35.1
获利能力				
毛利率(%)	40.0	39.8	38.6	38.3
净利率(%)	17.7	17.3	16.8	17.2
ROE(%)	16.9	17.2	18.7	20.2
ROIC(%)	21.0	23.5	25.9	20.7
偿债能力				
资产负债率(%)	17.6	27.1	36.3	26.7
净负债比率(%)	-2.8	-2.7	4.4	11.6
流动比率	4.6	2.6	2.3	2.6
速动比率	3.7	2.0	1.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	3.8	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	7.6	7.8	7.6	7.6
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.62	0.83	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.93	-0.33	1.25
每股净资产(最新摊薄)	3.0	3.6	4.4	5.6
估值比率				
P/E	64.3	52.4	39.3	29.1
P/B	10.9	9.0	7.3	5.9
EV/EBITDA	40.7	51.4	31.9	23.3

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：

此报告旨为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 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

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