

鱼跃医疗 (002223)

产品线扩张带来持续高增长，国际化战略进入新阶段

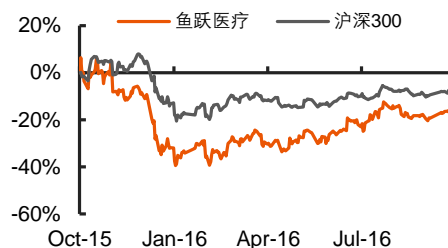
强烈推荐 (维持)

现价: 34.92 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 /26.53%
实际控制人/持股	吴光明/%
总股本(百万股)	668
流通 A 股(百万股)	494
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	233.27
流通 A 股市值(亿元)	172.50
每股净资产(元)	7.24
资产负债率(%)	14.67

行情走势图



相关研究报告

《鱼跃医疗*002223*合作九州通器械，介入医院供应链管理》 2016-08-09
《鱼跃医疗*002223*院内院外齐发力，器械巨头迅发展》 2016-07-29

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
S1060514100001
021-20632019
WEIWEI093@PINGAN.COM.CN

研究助理

倪亦道 一般从业资格编号
S1060116040040
021-38640502
NIYIDAO242@PINGAN.COM.CN

梁欢 一般从业资格编号
S0350115080004
021-20660556
LIANGHUAN025@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司发布2016年三季报：前三季度实现营收19.99亿元，同比增22.41%；实现归属净利润4.32亿元，同比增30.11%；扣非后归属净利润4.06亿元，同比增35.57%。基本符合预期。

平安观点:

■ 增长延续，三季度表现符合预期:

公司第三季度财务状况无并表因素，实现收入 5.71 亿元，同比增 5.40%，实现归属净利润 1.01 亿元，同比增 25.58%，利润增幅明显高于收入增幅是因为去年年中并表的上械集团重整后利润率有明显回升。总体销售费用率比上年同期下降 1.1PP，管理费用下降近 3.2PP。前三季度经营现金净流入 4.11 亿元，保持稳健。

■ 新品迭代+引入上械，医械产品线扩张提升竞争力:

公司增长的主要动力来自新产品的迭代和并购得到的上手、上卫产品。新产品方面，去年推出的睡眠呼吸机市场接受度很高，通过电商与线下渠道售出约 7000 台，对应大约 3000 万收入。此外，留置针、真空采血管也在进行院内市场的推广。收购上械集团完成后，公司在手术器械与卫生材料方面产品线得到大大扩充，利用减员增效、改进生产线、重整销售渠道等方式重新激发上械厂的活力。预计前三季度实现 4 亿多的收入，净利率达到 10%以上，改制效果明显。

此外，公司在丹阳、苏州等地的二期生产基地均在建设中，预计 2-3 年内能够投入使用，有助于改善产品供应能力并提升毛利率。

■ 德国子公司投入运营，国际化战略向前迈进:

公司 4 月时计划设立的德国子公司已于 9 月下旬正式投入运营。该事件标志着鱼跃的国际化战略迈出重要一步。位于制造和商业中心图特林根的德国子公司对鱼跃未来的发展起着双向的作用：一方面公司将通过子公司将海外先进的产品与制造技术引入国内，强化自身制造水平并提升产品更替速度，另一方面德国子公司也将成为鱼跃产品销往欧洲发达国家的一个窗口，增加海外销售。

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1681.8	2103.7	2896.7	3529.6	4259.1
YoY(%)	18.1	25.1	37.7	21.9	20.7
净利润(百万元)	297.0	364.3	496.3	636.3	796.2
YoY(%)	15.1	22.7	36.2	28.2	25.1
毛利率(%)	40.0	39.8	39.9	39.9	39.9
净利率(%)	17.7	17.3	17.1	18.0	18.7
ROE(%)	16.9	17.2	9.9	11.3	12.4
EPS(摊薄/元)	0.44	0.55	0.74	0.95	1.19
P/E(倍)	78.6	64.1	47.0	36.7	29.3
P/B(倍)	13.3	11.0	4.6	4.1	3.6

- **产品扩张步步为营，合作进入医院供应链提升粘性，维持“强烈推荐”评级：**公司通过自主研发、并购等多种方式持续扩张产品线，领先发掘国内医疗卫生需求，并以高效的生产能力与推广能力迅速进行产品普及。公司与九州通合作建设医院供应链，提供信息系统并尝试进行器械与耗材的托管，进一步加强用户粘性，强化渠道关系。预计公司 2016/2017/2018 三年 EPS 为 0.74/0.95/1.19 元，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	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1820	4597	4878	5820
现金	461	2124	2732	2394
应收账款	559	1050	911	1456
其他应收款	259	707	470	950
预付账款	95	99	137	148
存货	403	613	625	869
其他流动资产	447	617	629	873
非流动资产	1106	1560	1568	1517
长期投资	34	34	34	34
固定资产	461	789	766	705
无形资产	420	456	490	504
其他非流动资产	190	281	278	274
资产总计	2926	6156	6447	7337
流动负债	696	541	678	795
短期借款	198	0	0	0
应付账款	294	481	463	675
其他流动负债	205	61	215	120
非流动负债	97	475	12	12
长期借款	0	463	0	0
其他非流动负债	97	12	12	12
负债合计	794	1017	690	807
少数股东权益	16	26	39	56
股本	585	668	668	668
资本公积	16	2460	2460	2460
留存收益	1514	1985	2590	3346
归属母公司股东权益	2116	5113	5718	6474
负债和股东权益	2926	6156	6447	7337

现金流量表单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	543	-518	1196	-273
净利润	367	496	636	796
折旧摊销	59	99	108	113
财务费用	5	-8	-25	-32
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	179	-1116	463	-1166
其他经营现金流	-64	10	13	16
投资活动现金流	-588	-580	-120	-60
资本支出	-351	-480	-120	-60
长期投资	-88	-100	0	0
其他投资现金流	-148	0	0	0
筹资活动现金流	137	2760	-468	-4
短期借款	148	-198	0	0
长期借款	-20	463	-463	0
普通股增加	53	84	0	0
资本公积增加	-52	2442	0	0
其他筹资现金流	8	-31	-5	-4
现金净增加额	93	1662	608	-337

利润表单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2104	2897	3530	4259
营业成本	1266	1742	2123	2562
营业税金及附加	19	23	28	34
营业费用	169	230	269	310
管理费用	269	364	429	498
财务费用	3	-8	-25	-32
资产减值损失	4	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	375	521	680	863
营业外收入	37	50	50	50
营业外支出	4	5	5	5
利润总额	408	566	725	908
所得税	41	59	76	95
净利润	367	506	649	812
少数股东损益	2	10	13	16
归属母公司净利润	364	496	636	796
EBITDA	431	613	764	943
EPS (元)	0.55	0.74	0.95	1.19

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	25.1	37.7	21.9	20.7
营业利润(%)	31.8	38.7	30.6	26.8
归属于母公司净利润(%)	22.7	36.2	28.2	25.1
获利能力				
毛利率(%)	39.8	39.9	39.9	39.9
净利率(%)	17.3	17.1	18.0	18.7
ROE(%)	17.2	9.9	11.3	12.4
ROIC(%)	23.5	25.8	17.2	25.1
偿债能力				
资产负债率(%)	27.1	16.5	10.7	11.0
净负债比率(%)	-2.7	2.2	-27.4	-31.4
流动比率	2.6	8.5	7.2	7.3
速动比率	2.0	7.4	6.3	6.2
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.0	3.6	3.6	3.6
应付账款周转率	7.8	7.5	7.5	7.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.74	0.95	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	-0.77	1.79	-0.41
每股净资产(最新摊薄)	3.2	7.7	8.6	9.7
估值比率				
P/E	64.1	47.0	36.7	29.3
P/B	11.0	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	51.4	35.3	26.9	22.2

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股份有限公司（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替行使独立判断。

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。

平安证券股份有限公司 2016 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