

# 鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物

## ——内生+外延保障业绩持续增长

### 事件:

公司于10月25日发布2016年三季报,前三季度实现营业收入19.99亿元,同比增长22.41%;实现归属于母公司净利润为4.32亿元,同比增长30.11%;基本每股收益0.71元,同比增长24.56%。公司预计2016年全年归属母公司净利润将达到4.74亿元到5.47亿元,同比增长30%-50%。

### 投资要点:

#### ➢ 公司业绩符合预期。

单季度来看,公司三季度实现收入5.71亿元,同比增长5.40%,一方面由于三季度本身是公司销售弱季,另一方面公司传统产品中轮椅由于产品结构的调整短期销量受到影响,再加上2015年同期有1500万左右的中标,两者因素相加使得轮椅收入下滑明显,因此我们认为三季度收入增速较低也属正常。而三季度扣非净利润为0.98亿元,同比增长35.18%,主要与期间费用率的下降有关,销售费用率和管理费用率前三季度分别同比下降了0.52和1.26个百分点,财务费用由于募集资金的到位也转为利息贡献。

#### ➢ 上械集团经营持续改善。

2014-2015年上械集团由于处于收购进程中,费用计提和生产经营受到影响,净利润严重下滑,目前随着技术改造进程和增资加大投入,上械集团净利润水平已经恢复到2013年正常生产时水平,2016年预计贡献净利润4500万元左右。另外植根于手术器械之都的德国子公司的设立也为上械提供了先进的技术和经验交流,随着生产经营的恢复正常和公司持续的投入和改造,我们预计上械集团未来有望保持20%以上增长。

#### ➢ 维持“推荐”评级。

我们预计公司2016-2018年EPS为0.75/0.98/1.20元,PE分别为47倍、36倍和29倍,考虑到医疗器械行业广阔的市场空间和公司经营业绩的稳定增长,结合龙头地位和外延并购的预期,我们维持“推荐”评级。

#### ➢ 风险提示

(1) 产品销售推广不达预期; (2) 对外投资进展不及预期;

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,681.80	2,103.74	2,754.00	3,494.00	4,213.07
增长率(%)	18.08%	25.09%	30.91%	26.87%	20.58%
EBITDA(百万元)	372.77	475.88	663.53	839.19	1,005.08
净利润(百万元)	297.00	364.34	503.60	656.55	800.30
增长率(%)	15.09%	22.67%	38.22%	30.37%	21.89%
EPS(元/股)	0.44	0.55	0.75	0.98	1.20
市盈率(P/E)	80.18	64.15	47.04	36.00	29.40
市净率(P/B)	13.47	11.13	9.00	7.20	5.78
EV/EBITDA	57.30	50.48	43.69	31.18	24.19

数据来源:公司公告,国联证券研究所

投资建议:

推荐

维持

当前价格:

35.28元

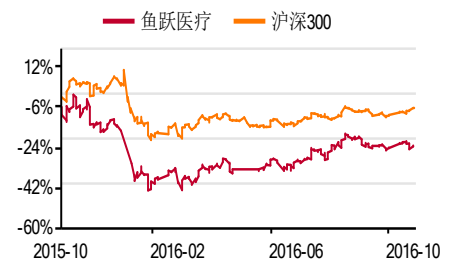
目标价格:

元

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	668/494
流通A股市值(百万元)	17,263
每股净资产(元)	7.24
资产负债率(%)	14.67
一年内最高/最低(元)	46.90/25.05

### 一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-84578383

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

周静 联系人

电话: 025-84578383

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《业绩符合预期互联网+模式运行稳健》

2016.07.29

2、《互联网+新产品齐发力业绩重回快车道》

2016.08.05

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	355.34	385.34	550.80	996.82	1,732.96	营业收入	1,681.80	2,103.74	2,754.00	3,494.00	4,213.07
应收账款+票据	803.52	817.89	1,068.55	1,240.37	1,392.90	营业成本	1,009.41	1,266.02	1,608.89	2,020.23	2,422.51
预付账款	117.04	94.57	129.44	153.37	175.68	营业税金及附加	13.04	19.39	24.79	27.95	33.70
存货	302.10	402.96	523.26	607.09	681.21	营业费用	148.44	169.31	221.70	279.52	334.94
其他	4.24	12.60	12.60	12.60	12.60	管理费用	215.94	268.84	349.76	441.99	531.69
<b>流动资产合计</b>	<b>1,590.42</b>	<b>1,820.35</b>	<b>2,284.65</b>	<b>3,010.25</b>	<b>3,995.35</b>	财务费用	-2.86	2.85	-5.59	-10.77	-14.62
长期股权投资	6.69	34.00	34.00	34.00	34.00	资产减值损失	13.45	4.22	2.00	2.00	2.00
固定资产	404.57	460.87	408.99	354.71	300.44	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	24.42	2.39	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-0.02	-0.72	0.00	0.00	0.00
无形资产	68.96	420.37	411.52	402.67	393.82	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	43.24	187.88	155.69	152.32	148.96	<b>营业利润</b>	<b>284.36</b>	<b>372.40</b>	<b>552.46</b>	<b>733.08</b>	<b>902.84</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>547.88</b>	<b>1,105.52</b>	<b>1,010.20</b>	<b>943.71</b>	<b>877.22</b>	营业外净收益	49.33	35.40	42.26	42.26	42.26
<b>资产总计</b>	<b>2,138.30</b>	<b>2,925.87</b>	<b>3,294.85</b>	<b>3,953.96</b>	<b>4,872.57</b>	<b>利润总额</b>	<b>333.69</b>	<b>407.80</b>	<b>594.72</b>	<b>775.33</b>	<b>945.09</b>
短期借款	50.00	197.70	95.77	0.00	0.00	所得税	35.80	41.12	89.21	116.30	141.76
应付账款+票据	244.89	302.62	412.44	465.92	587.35	<b>净利润</b>	<b>297.89</b>	<b>366.68</b>	<b>505.51</b>	<b>659.03</b>	<b>803.33</b>
其他	49.90	196.14	149.48	191.84	185.69	少数股东损益	0.89	2.34	1.91	2.49	3.03
<b>流动负债合计</b>	<b>344.79</b>	<b>696.46</b>	<b>657.69</b>	<b>657.76</b>	<b>773.04</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>297.00</b>	<b>364.34</b>	<b>503.60</b>	<b>656.55</b>	<b>800.30</b>
长期带息负债	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	11.88	97.19	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>31.88</b>	<b>97.19</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	营业收入	18.08%	25.09%	30.91%	26.87%	20.58%
<b>负债合计</b>	<b>376.67</b>	<b>793.66</b>	<b>657.69</b>	<b>657.76</b>	<b>773.04</b>	EBIT	12.72%	25.92%	43.68%	29.32%	21.41%
少数股东权益	11.39	16.34	18.25	20.74	23.77	EBITDA	13.80%	27.66%	39.43%	26.47%	19.77%
股本	531.61	584.77	584.77	584.77	584.77	归属于母公司净利润	15.21%	23.09%	37.86%	30.37%	21.89%
资本公积	69.26	16.10	16.10	16.10	16.10	<b>获利能力</b>					
留存收益	1,149.38	1,515.01	2,018.61	2,675.16	3,475.46	毛利率	39.82%	41.58%	42.18%	42.50%	39.82%
<b>股东权益合计</b>	<b>1,761.64</b>	<b>2,132.22</b>	<b>2,637.73</b>	<b>3,296.76</b>	<b>4,100.09</b>	净利率	17.71%	17.43%	18.36%	18.86%	19.07%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,138.31</b>	<b>2,925.87</b>	<b>3,294.85</b>	<b>3,953.96</b>	<b>4,872.57</b>	ROE	15.63%	14.94%	18.18%	19.59%	19.30%
<b>现金流量表</b>						ROIC	16.91%	16.71%	19.14%	20.79%	23.23%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	<b>偿债能力</b>					
净利润	298.58	362.80	469.59	623.12	767.41	资产负债率	16.86%	23.60%	19.96%	16.64%	15.87%
折旧摊销	41.67	58.96	64.49	64.49	64.49	流动比率	4.69	2.60	3.47	4.58	5.17
财务费用	1.98	5.17	4.32	-0.64	-4.50	速动比率	3.78	1.97	2.66	3.63	4.27
存货减少	-8.88	27.33	-120.30	-83.83	-74.13	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	-136.04	92.92	-184.31	-99.91	-59.56	应收账款周转率	2.28	2.80	2.79	3.05	3.28
其它	8.21	-10.22	2.00	2.00	2.00	存货周转率	3.34	3.14	3.07	3.33	3.56
<b>经营活动现金流</b>	<b>205.52</b>	<b>536.96</b>	<b>235.80</b>	<b>505.23</b>	<b>695.72</b>	总资产周转率	0.79	0.75	0.84	0.88	0.86
资本支出	146.16	164.84	0.00	0.00	0.00	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	10.77	609.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.44	0.55	0.75	0.98	1.20
其他	0.22	186.23	35.92	35.92	35.92	每股经营现金流	0.31	0.80	0.35	0.76	1.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>-156.71</b>	<b>-587.61</b>	<b>35.92</b>	<b>35.92</b>	<b>35.92</b>	每股净资产	2.62	3.17	3.92	4.90	6.10
债权融资	47.00	147.70	-101.93	-95.77	0.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市盈率	80.18	64.15	47.04	36.00	29.40
其他	-55.67	-10.33	-4.32	0.64	4.50	市净率	13.47	11.13	9.00	7.20	5.78
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-8.67</b>	<b>137.37</b>	<b>-106.26</b>	<b>-95.13</b>	<b>4.50</b>	EV/EBITDA	57.30	50.48	43.69	31.18	24.19
<b>现金净增加额</b>	<b>40.67</b>	<b>91.57</b>	<b>165.46</b>	<b>446.02</b>	<b>736.14</b>	EV/EBIT	63.90	56.83	49.87	34.54	26.20

数据来源:公司公告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	张鸿韵	010-68790949-8006
北京	管峰	010-68790949-8007
北京	窦红丽	010-68790949-8030
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

