

# 鱼跃医疗 (002223)

## 16 年报亮点不断，17 年将以内生加外延方式扩张

### 2016 年业绩保持高增速，净利率上升至五年来最高值

2016 年公司营业总收入 26.33 亿元，同比增长 25.14%，营业利润 5.41 亿元，同比增长 44.02%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.89 亿元，同比增长 39.53%。扣除上械集团并表因素，公司营业收入同比增长 12.42%，归属于上市公司股东净利润同比增长 34.15%。2016 年净利率上升至 19%，是近五年来的最高值。

### 年报数据亮点不断，17 年医用临床体系建设是重点

2016 年四部分业务收入均有增长，其中医用临床增长最快，从 2014 年的 1.36 亿元快速增长至 7.29 亿元，复合增长率高达 131%。

2016 年期间费用略有上升，主要是职工薪酬和差旅支出增幅比较大，但是管理费用收入占比下降明显，从 2015 年的 12.8% 下降至 2016 年的 10.4%，其中研发费用减少支出约 3,000 万元。

2016 年，公司研发投入 1.2 亿元，占营业收入 4.56%，先后完成制氧呼吸产品、血糖产品、留置针、轮椅等研发工作。2017 年研发主要工作集中于完成研发的产品市场导入和升级产品的研制工作。

2017 年公司将不断完善医院临床体系的建设，加大人员、费用的投入和新产品的开发。

### 现金充分，公司 17 年将适时启动对外并购

截止 2016 年底，公司现金及现金等价物余额 23.39 亿元。2017 年，管理层将按照公司战略发展方向，对拥有领先技术，具有渠道协同效应或者细分领域具有领先地位的标的，充分发挥上市公司品牌、管理、渠道和资金等优势，适时推进收购兼并的进程，不断丰富产品线；在整合收购资源方面，上械集团、上海中优医药、德国 Metrax GmbH (曼吉士) 公司是重中之重。

### 给予“持有”评级

公司业绩平稳增长，预计 2017 年、2018 年营收为 36.7 亿元、43.1 亿元。2017 年、2018 年 EPS 分别为 0.95 元、1.13 元，对应的 PE 分别为 35 倍、29 倍。

### 风险提示：竞争加剧、成本费用持续上升、快速发展带来的管理风险等

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,103.74	2,632.59	3,666.50	4,309.75	5,042.40
增长率(%)	25.09	25.14	39.27	17.54	17.00
EBITDA(百万元)	430.67	584.86	694.58	872.44	1,021.49
净利润(百万元)	364.34	500.26	633.97	758.39	906.82
增长率(%)	22.67	37.30	26.73	19.63	19.57
EPS(元/股)	0.55	0.75	0.95	1.13	1.36
市盈率(P/E)	60.06	43.74	34.51	28.85	24.13
市净率(P/B)	10.34	4.46	4.05	3.68	3.26
市销率(P/S)	10.40	8.31	5.97	5.08	4.34
EV/EBITDA	51.43	31.42	28.75	20.84	19.01

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	持有 (调低评级)
当前价格	32.74 元
目标价格	34.65 元
上次目标价	34.65 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	668.32
流通 A 股股本(百万股)	248.71
A 股总市值(百万元)	21,880.73
流通 A 股市值(百万元)	8,142.86
每股净资产(元)	7.35
资产负债率(%)	15.09
一年内最高/最低(元)	38.27/28.43

### 作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
郑薇	联系人
zhengwei@tfzq.com	

### 股价走势



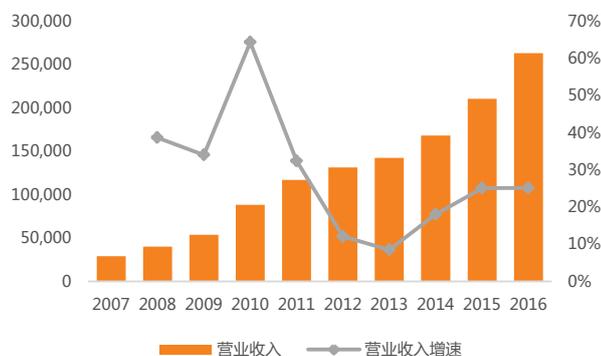
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《鱼跃医疗-首次覆盖报告:内外兼修,鱼跃龙门》 2017-02-08

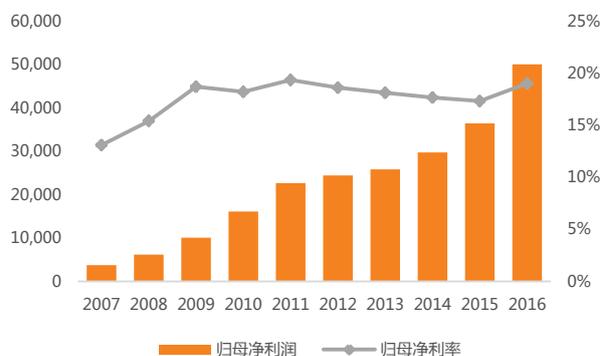
公司业绩增长较快，整体经营日趋稳健，经营质量稳步提升，资产、经营和财务状况表现良好，营业总收入 26.33 亿元，同比增长 25.14%，营业利润 5.41 亿元，同比增长 44.02%，归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.89 亿元，同比增长 39.53%。扣除上械集团并表因素，公司营业收入同比增长 12.42%，归属于上市公司股东净利润同比增长 34.15%。2016 年净利率上升至 19%，是近五年来的最高值。

图 1: 2007-2016 营业收入 (万元) 及增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

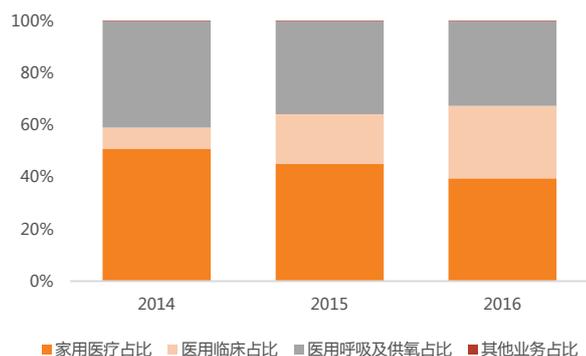
图 2: 2007-2016 归母净利润 (万元) 及净利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

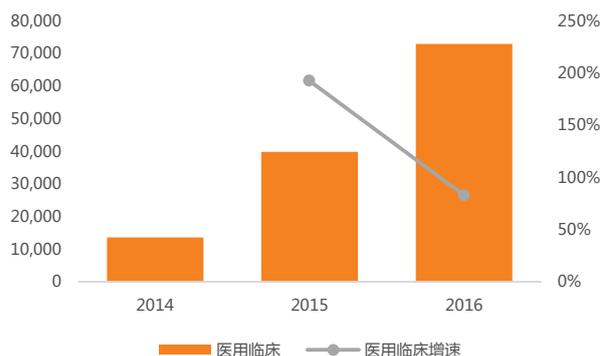
2014 年及以前，公司产品分为康复护理系列、医用供氧系列、医用临床器械三部分，2015 年公司调整产品划分，分为家用医疗、医用呼吸及供氧、医用临床、其他业务四部分。公司内生性经营业绩实现了较快增长，其中电子商务平台业绩增长迅速，增速 50% 以上，核心产品制氧机、电子血压计、血糖仪及试纸、针灸针等产品亦保持较快增长。2016 年四部分业务收入均有增长，其中医用临床增长最快，从 2014 年的 1.36 亿元快速增长至 7.29 亿元，复合增长率高达 131%。

图 3: 2014-2016 营收拆分



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

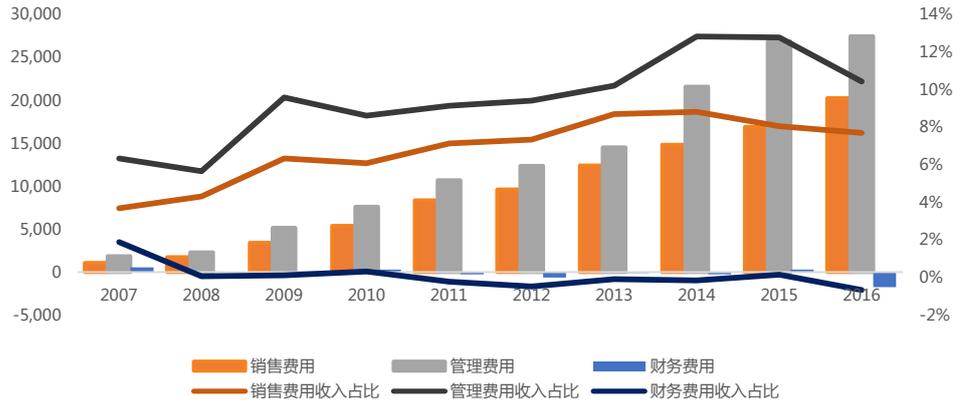
图 4: 2014-2016 医用临床产品收入 (万元) 及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2016 年期间费用略有上升，主要是职工薪酬和差旅支出增幅比较大，但是管理费用收入占比下降明显，从 2015 年的 12.8% 下降至 2016 年的 10.4%，其中研发费用减少支出约 3,000 万元。

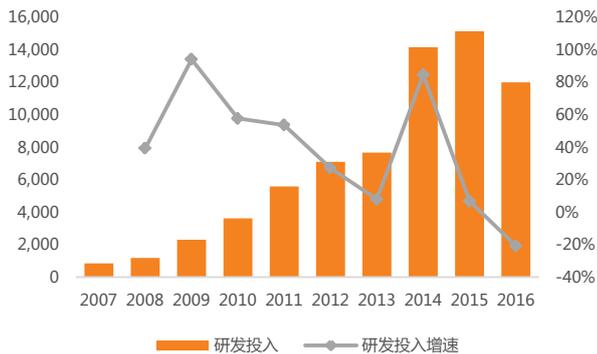
图 5：2007-2016 期间费用（万元）及费用收入比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年，公司研发投入 1.2 亿元，占营业收入 4.56%，先后完成制氧呼吸产品、血糖产品、留置针、轮椅等研发工作。2016 年研发投入收入占比虽有所回落，但与 2010-2013 年数据基本持平。

图 6：2007-2016 研发投入（万元）及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2007-2016 研发投入（万元）及投入收入比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年公司研发中心主要工作在于双水平呼吸机、电动轮椅、医用电子血压计等产品的规模化生产与上市导入，医院用双水平呼吸机、脱氢酶技术血糖试纸、安全型留置针等产品的研制工作。

图 8：2016 年研发项目

序号	研发产品	目标	目前进展
1	新品制氧机系列	完成量产	已量产
2	双水平呼吸机	完成注册	取得注册证，并量产
3	新品医用电子血压计	完成量产	已量产
4	新品直流医用雾化器项目（405A，405B）	完成量产	已转产，并小量出样
5	新品手机血糖仪（iG210）	完成注册	提交注册资料
6	新技术血糖试纸	完成研发进入测试	完成测试，准备注册资料
7	留置针（26G）	完成注册	提交注册资料
8	轻型智能电动轮椅	完成研发进入测试	正在测试

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2016 年，上械集团营收 5.97 亿元，净利润 4,242 万元。根据上械集团 2013 年和 2014 年

的数据，年营收可达 6-7 亿元。随着效率的提升，未来净利率预计将持续上升。

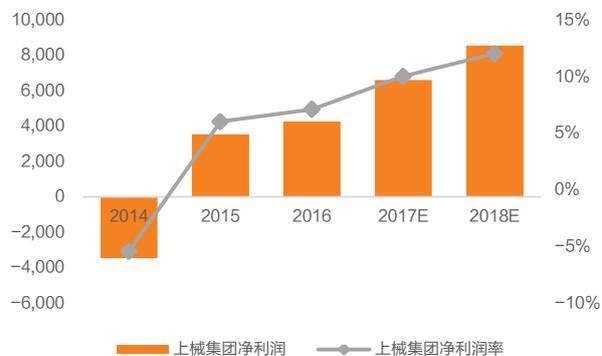
2016 年公司完成了对上海中优医药的收购兼并，涉足医院消毒感染控制领域，并占领国内医院消毒感控的制高点。2017 年 2 月公司完成了对德国 Metrax GmbH 公司 100% 股权，将拥有 40 多年历史的世界一流的 AED 品牌（普美康 PRIMEDICTM）收归麾下。公司超前的战略布局和频频行业收购整合，为公司未来相对快速增长奠定基础。

图 9：上械集团收入预测（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：上械集团净利润预测（万元）及净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2017 年，公司将以医院临床团队的体系建设，融合上械集团、上海中优医药、德国 Metrax GmbH（曼吉士）公司的资源和文化为重点，不断加强和完善平台要素建设，通过内生性增长与外延式扩张，共同推动公司持续、健康、稳定发展。

2017 年，公司将依托德国、南京、苏州、上海等几大研发中心，合理分工积极配合，以市场需求为研究方向，以增加公司产品大类，提高产品性能及降本增效为目标，以开放的眼光，创造“极致”的产品。

医用临床体系的建设是 2017 年公司的重点方向，公司将不断完善医院临床体系的建设，加大人员、费用的投入和新产品的开发。

截止 2016 年底，公司现金及现金等价物余额 23.39 亿元。2017 年，管理层将按照公司战略发展方向，对拥有领先技术，具有渠道协同效应或者细分领域具有领先地位的标的，充分发挥上市公司品牌、管理、渠道和资金等优势，适时推进收购兼并的进程，不断丰富产品线；在整合收购资源方面，上械集团、上海中优医药、德国 Metrax GmbH（曼吉士）公司是重中之重。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	461.36	2,339.45	1,822.67	3,619.13	2,387.11
应收账款	558.91	618.66	1,189.44	643.14	1,500.97
预付账款	94.57	91.07	216.29	151.81	244.37
存货	402.96	380.33	811.42	570.63	1,052.33
其他	302.55	1,204.39	1,060.87	760.06	1,434.08
<b>流动资产合计</b>	<b>1,820.35</b>	<b>4,633.89</b>	<b>5,100.68</b>	<b>5,744.77</b>	<b>6,618.86</b>
长期股权投资	34.00	33.30	33.30	33.30	33.30
固定资产	460.87	446.27	471.54	505.34	531.26
在建工程	2.39	67.13	76.28	93.77	86.26
无形资产	420.37	409.73	399.65	389.57	379.49
其他	187.88	217.11	198.66	194.98	195.18
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,105.52</b>	<b>1,173.54</b>	<b>1,179.42</b>	<b>1,216.96</b>	<b>1,225.49</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,925.87</b>	<b>5,807.43</b>	<b>6,280.11</b>	<b>6,961.73</b>	<b>7,844.35</b>
短期借款	197.70	52.85	0.00	0.00	0.00
应付账款	365.62	458.08	626.63	681.71	824.43
其他	133.14	127.24	124.20	176.44	146.88
<b>流动负债合计</b>	<b>696.46</b>	<b>638.17</b>	<b>750.84</b>	<b>858.15</b>	<b>971.32</b>
长期借款	0.00	50.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	97.19	188.11	99.06	128.12	138.43
<b>非流动负债合计</b>	<b>97.19</b>	<b>238.11</b>	<b>99.06</b>	<b>128.12</b>	<b>138.43</b>
<b>负债合计</b>	<b>793.66</b>	<b>876.28</b>	<b>849.90</b>	<b>986.27</b>	<b>1,109.75</b>
少数股东权益	16.34	21.54	23.96	27.21	30.47
股本	584.77	668.32	668.32	668.32	668.32
资本公积	16.10	2,459.56	2,459.56	2,459.56	2,459.56
留存收益	1,529.82	4,239.63	4,737.93	5,279.93	6,035.81
其他	(14.81)	(2,457.90)	(2,459.56)	(2,459.56)	(2,459.56)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,132.22</b>	<b>4,931.16</b>	<b>5,430.21</b>	<b>5,975.46</b>	<b>6,734.60</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>2,925.87</b>	<b>5,807.43</b>	<b>6,280.11</b>	<b>6,961.73</b>	<b>7,844.35</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	366.68	501.59	633.97	758.39	906.82
折旧摊销	58.96	69.02	35.67	38.79	41.67
财务费用	5.17	(9.02)	(11.28)	(18.05)	(19.92)
投资损失	(2.29)	(22.87)	(8.55)	(8.55)	(8.55)
营运资金变动	178.56	(688.76)	(895.11)	1,290.07	(1,979.11)
其它	(63.84)	827.01	2.55	3.31	3.34
<b>经营活动现金流</b>	<b>543.23</b>	<b>676.98</b>	<b>(242.77)</b>	<b>2,063.96</b>	<b>(1,055.76)</b>
资本支出	440.68	9.88	149.05	50.94	39.69
长期投资	27.31	(0.70)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,055.60)	(998.80)	(200.50)	(122.39)	(81.14)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(587.61)</b>	<b>(989.62)</b>	<b>(51.45)</b>	<b>(71.45)</b>	<b>(41.45)</b>
债权融资	217.70	102.85	6.67	8.89	5.19
股权融资	(0.94)	2,545.81	10.03	18.60	20.45
其他	(79.38)	(473.47)	(239.26)	(223.52)	(160.44)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>137.37</b>	<b>2,175.19</b>	<b>(222.57)</b>	<b>(196.04)</b>	<b>(134.81)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>93.00</b>	<b>1,862.54</b>	<b>(516.78)</b>	<b>1,796.47</b>	<b>(1,232.03)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>2,103.74</b>	<b>2,632.59</b>	<b>3,666.50</b>	<b>4,309.75</b>	<b>5,042.40</b>
营业成本	1,266.02	1,614.00	2,190.73	2,613.86	3,000.23
营业税金及附加	19.39	31.74	35.48	44.46	53.87
营业费用	169.31	202.79	366.65	344.78	403.39
管理费用	268.84	274.86	414.31	474.07	605.09
财务费用	2.85	(17.80)	(11.28)	(18.05)	(19.92)
资产减值损失	4.22	9.22	8.96	7.47	8.55
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.29	22.87	8.55	8.55	8.55
其他	(4.58)	(45.73)	(17.09)	(17.09)	(17.09)
<b>营业利润</b>	<b>375.41</b>	<b>540.64</b>	<b>670.19</b>	<b>851.70</b>	<b>999.74</b>
营业外收入	36.56	34.36	40.34	37.09	37.26
营业外支出	4.16	2.49	2.65	3.10	2.75
<b>利润总额</b>	<b>407.80</b>	<b>572.51</b>	<b>707.89</b>	<b>885.69</b>	<b>1,034.26</b>
所得税	41.12	70.93	71.38	124.00	124.11
<b>净利润</b>	<b>366.68</b>	<b>501.59</b>	<b>636.51</b>	<b>761.69</b>	<b>910.15</b>
少数股东损益	2.34	1.33	2.55	3.31	3.34
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>364.34</b>	<b>500.26</b>	<b>633.97</b>	<b>758.39</b>	<b>906.82</b>
每股收益(元)	0.55	0.75	0.95	1.13	1.36

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.09%	25.14%	39.27%	17.54%	17.00%
营业利润	31.78%	44.02%	23.96%	27.08%	17.38%
归属于母公司净利润	22.67%	37.30%	26.73%	19.63%	19.57%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.82%	38.69%	40.25%	39.35%	40.50%
净利率	17.32%	19.00%	17.29%	17.60%	17.98%
ROE	17.22%	10.19%	11.73%	12.75%	13.53%
ROIC	23.55%	25.73%	23.17%	20.51%	38.32%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.13%	15.09%	13.53%	14.17%	14.15%
净负债率	-2.67%	2.32%	-28.84%	-16.39%	-39.23%
流动比率	2.61	7.26	6.79	6.69	6.81
速动比率	2.04	6.67	5.71	6.03	5.73
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.99	4.47	4.06	4.70	4.70
存货周转率	5.97	6.72	6.15	6.24	6.21
总资产周转率	0.83	0.60	0.61	0.65	0.68
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.55	0.75	0.95	1.13	1.36
每股经营现金流	0.81	1.01	-0.36	3.09	-1.58
每股净资产	3.17	7.35	8.09	8.90	10.03
<b>估值比率</b>					
市盈率	60.06	43.74	34.51	28.85	24.13
市净率	10.34	4.46	4.05	3.68	3.26
EV/EBITDA	51.43	31.42	28.75	20.84	19.01
EV/EBIT	58.56	35.15	30.31	21.81	19.81

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com