

# 鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物

## ——收入持续增长业绩略低预期

投资建议:	推荐
上次建议:	推荐
当前价格:	20.47元
目标价格:	元

### 事件:

鱼跃医疗发布2017年半年报, 实现营业收入18.6亿元, 同比增长30.30%, 归属于母公司净利润为3.98亿元, 同比增长20.13%, 每股收益为0.4元, 业绩略低于之前预期。

### 投资要点:

#### ➤ 主营业务持续稳定增长态势。

2017年上半年分产品类别来看, 家用医疗实现收入7.19亿元, 同比减少8.11%, 这主要与雾化器从家用归为医用呼吸及供氧系列有关, 其中电子血压计增速在40%左右, 血糖产品同比20%多增长。呼吸及供氧系列上半年收入6.50亿元, 同比增长63.52%, 主要由于新增了雾化器和AED产品合并以及主打产品持续增长所致, 其中雾化器上半年收入超过1个亿, 同比增长50%多, 制氧机增速在20%左右, 而呼吸机上半年收入已经超过3000万(16年全年2000万)。另外医用临床系列实现收入4.79亿元, 同比增长104.97%, 与中优医药并表有关, 扣除并表的1.73亿元, 同比增长30.77%, 基本反映了上械的手术器械增长情况。我们认为凭借公司的品牌优势和细分市场的稳定需求, 公司主营收入有望保持稳定增长态势。

#### ➤ 整体毛利率有所提升, 费用率提高和非经常性损益影响业绩表现。

2017年上半年公司整体毛利率为41.80%, 同比提高了0.96个百分点, 主要是由于医用临床系列和呼吸供氧这两个相比较毛利率较高的系列增速较快占比提升所致。细分来看, 家用和供氧系列毛利率同比下降了4.79和3.01个百分点, 这与公司电商业务(毛利率相对较低)发展较快有关, 2017年上半年电商同比增长65%以上。费用方面, 2017年期间费用率为15.60%, 同比提高了1.28个百分点, 主要是销售费用率较大提高所致, 这与公司加大市场开拓和新产品投入以及中优并表有关。另外2017年上半年政府补助较少使得非经常性损益同比减少了1000多万, 也部分影响了业绩增长。

#### ➤ 维持“推荐”评级。

由于中优上半年净利润离业绩承诺有差距, 我们略调整了之前盈利预测, 保守预计2017-2019年EPS为0.64元/0.77元/0.90元, PE分别为32倍、27倍和23倍。公司作为家用器械龙头公司, 受益于品牌和渠道优势有望持续增长, 而医用临床系列则受益于外延收购不断扩充产品链, 再加上公司员工持股计划, 我们长期看好公司的发展, 维持“推荐”评级。

#### ➤ 风险提示

费用增长过快; 产品销售不达预期等

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,002/837
流通A股市值(百万元)	17,219
每股净资产(元)	7.62
资产负债率(%)	15.49
一年内最高/最低(元)	24.90/18.02

### 一年内股价相对走势



周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-52857985

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

周静

电话: 025-52857985

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》  
《收入稳定增长业绩持续加速》
- 《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》  
《业绩增长符合预期电商+新品值得期待》
- 《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》  
《拓展临床产品条线外延并购再下一城》

**图表1：财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	385.34	2,158.93	2,548.39	3,029.11	3,754.79	营业收入	2,103.74	2,632.59	3,416.23	4,039.72	4,687.92
应收账款+票据	817.89	855.44	1,021.38	1,099.36	1,147.42	营业成本	1,266.02	1,614.00	2,071.26	2,459.38	2,852.60
预付账款	94.57	91.07	145.64	130.69	186.26	营业税金及附加	19.39	31.74	40.99	48.48	56.26
存货	402.96	380.33	500.12	625.13	750.89	营业费用	169.31	202.79	324.54	363.57	407.85
其他	12.60	936.64	700.00	800.00	900.00	管理费用	268.84	274.86	256.22	282.78	328.15
<b>流动资产合计</b>	<b>1,713.37</b>	<b>4,422.41</b>	<b>4,915.53</b>	<b>5,684.29</b>	<b>6,739.37</b>	财务费用	2.85	-17.80	-13.90	-9.01	-7.12
长期股权投资	34.00	33.30	33.30	33.30	33.30	资产减值损失	4.22	9.22	15.00	10.00	5.00
固定资产	460.87	446.27	454.85	458.29	458.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2.39	67.13	60.00	55.00	40.00	投资净收益	-0.72	-0.49	0.00	0.00	0.00
无形资产	420.37	409.73	365.55	321.36	277.17	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	159.06	184.09	282.02	256.28	235.53	<b>营业利润</b>	<b>372.40</b>	<b>517.29</b>	<b>722.12</b>	<b>884.52</b>	<b>1,045.18</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,076.69</b>	<b>1,140.53</b>	<b>1,195.71</b>	<b>1,124.22</b>	<b>1,044.98</b>	营业外净收益	35.40	55.22	44.46	44.46	44.46
<b>资产总计</b>	<b>2,925.87</b>	<b>5,807.43</b>	<b>6,111.24</b>	<b>6,808.51</b>	<b>7,784.35</b>	<b>利润总额</b>	<b>407.80</b>	<b>572.51</b>	<b>766.58</b>	<b>928.98</b>	<b>1,089.65</b>
短期借款	197.70	52.85	0.00	0.00	0.00	所得税	41.12	70.93	114.99	139.35	163.45
应付账款+票据	302.62	352.55	459.71	486.21	610.94	<b>净利润</b>	<b>366.68</b>	<b>501.59</b>	<b>651.60</b>	<b>789.63</b>	<b>926.20</b>
其他	158.08	180.01	121.64	123.19	189.34	少数股东损益	2.34	1.33	15.00	17.00	20.00
<b>流动负债合计</b>	<b>658.40</b>	<b>585.42</b>	<b>581.35</b>	<b>609.40</b>	<b>800.28</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>364.34</b>	<b>500.26</b>	<b>636.60</b>	<b>772.63</b>	<b>906.20</b>
长期带息负债	0.00	50.00	50.00	50.00	50.00						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>	<b>50.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>658.40</b>	<b>635.42</b>	<b>631.35</b>	<b>659.40</b>	<b>850.28</b>						
少数股东权益	16.34	21.54	36.54	53.54	73.54						
股本	584.77	668.32	1,002.48	1,002.48	1,002.48						
资本公积	16.10	2,459.56	2,125.40	2,125.40	2,125.40						
留存收益	1,515.01	1,781.73	2,319.11	2,971.32	3,736.28						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,132.22</b>	<b>4,931.16</b>	<b>5,483.53</b>	<b>6,152.75</b>	<b>6,937.71</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,925.87</b>	<b>5,807.43</b>	<b>6,111.24</b>	<b>6,808.51</b>	<b>7,784.35</b>						

  

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	362.80	478.65	613.80	751.84	888.41
折旧摊销	58.96	69.02	93.49	96.49	99.24
财务费用	5.17	-9.02	-3.90	-7.01	-9.12
存货减少	27.33	21.77	-119.79	-125.01	-125.76
营运资金变动	92.92	113.63	64.91	-134.98	-12.76
其它	-10.22	-12.96	15.00	10.00	5.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>536.96</b>	<b>661.10</b>	<b>663.51</b>	<b>591.33</b>	<b>845.01</b>
资本支出	164.84	76.18	60.00	55.00	40.00
长期投资	609.00	968.39	0.00	0.00	0.00
其他	186.23	54.95	-65.88	57.79	52.79
<b>投资活动现金流</b>	<b>-587.61</b>	<b>-989.62</b>	<b>-125.88</b>	<b>2.79</b>	<b>12.79</b>
债权融资	147.70	-114.85	-52.85	0.00	0.00
股权融资	0.00	2,530.47	0.00	0.00	0.00
其他	-10.33	-240.43	-95.32	-113.41	-132.12
<b>筹资活动现金流</b>	<b>137.37</b>	<b>2,175.19</b>	<b>-148.17</b>	<b>-113.41</b>	<b>-132.12</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>91.57</b>	<b>1,862.21</b>	<b>389.46</b>	<b>480.72</b>	<b>725.69</b>

  

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.09%	25.14%	29.77%	18.25%	16.05%
EBIT	25.92%	36.86%	33.66%	20.89%	17.20%
EBITDA	27.66%	34.41%	33.86%	18.96%	15.84%
归属于母公司净利润	15.09%	37.30%	27.25%	21.37%	17.29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	39.82%	38.69%	39.37%	39.12%	39.15%
净利率	17.43%	19.05%	19.07%	19.55%	19.76%
ROE	17.22%	10.19%	11.69%	12.67%	13.20%
ROIC	19.14%	20.77%	18.35%	20.90%	22.75%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	23.60%	11.42%	10.33%	9.68%	10.92%
流动比率	2.60	7.55	8.46	9.33	8.42
速动比率	1.97	5.30	6.39	6.99	6.36
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.80	3.33	3.72	4.02	3.99
存货周转率	3.14	4.24	4.14	3.93	3.80
总资产周转率	0.75	0.47	0.56	0.59	0.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.50	0.64	0.77	0.90
每股经营现金流	0.54	0.66	0.66	0.59	0.84
每股净资产	2.11	4.90	5.43	6.08	6.85
<b>估值比率</b>					
市盈率	56.32	41.02	32.24	26.56	22.64
市净率	9.70	4.18	3.77	3.36	2.99
EV/EBITDA	25.49	18.91	21.77	17.96	15.01
EV/EBIT	29.10	21.20	24.44	19.84	16.39

数据来源：公司报告、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	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064