

2017年08月22日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

23.0

鱼跃医疗(002223.SZ)

Buy 买入

营收保持快速增长，短期费用增加影响业绩增速

结论与建议：

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2017/8/22)	20.65		
深证成指(2017/8/22)	10653.98		
股价 12 个月高/低	24.89/18.02		
总发行股数(百万)	1002.48		
A 股数(百万)	855.11		
A 市值(亿元)	176.58		
主要股东	江苏鱼跃科技发展有限公司 (26.53%)		
每股净值(元)	5.03		
股价/账面净值	4.10		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	9.0	-5.6	-14.7

近期评等

日期	收盘价	评级
2017-08-22	18.68	买入

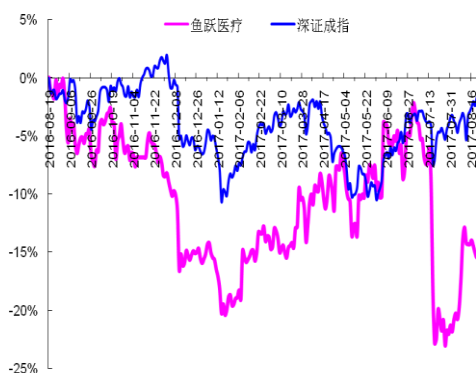
产品组合

康复护理	45.3%
医用供养	29.7%
医用临床	24.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.3%
一般法人	31.0%

股价相对大盘走势



➤ **公司业绩：**公司 2017H1 实现营业收入 18.6 亿元，YOY+30.3%，实现净利润 4.0 亿元，YOY+20.1%，EPS 为 0.4 元。扣非后公司业绩同比增长 25.1%，基本符合预期。其中，公司 Q2 单季度实现营业收入 9.6 亿元，YOY+36.8%，录得净利润 2.1 亿元，YOY+12.4%。公司同时预计 2017 前三季度净利润增长区间为 20%-40%。

➤ **营收增长符合预期，受短期费用增加影响，业绩增速落后：**公司上半年营收增长符合我们的预期，其中原有业务实现营收 16.9 亿元，YOY+18.2%。制氧机、手术器械预计稳健增长，电子血压计、电子血糖仪及试纸、雾化器预计延续快速增长的势头，增幅预计在 30%至 40%。电商渠道端继续保持快速增长，预计实现营收 4 亿元，YOY+65%。新并入的中优医疗贡献营收 1.7 亿元。公司上半年综合毛利率为 41.8%，同比提升 1 个百分点，主要是由于并表中优医疗所致（中优医疗上半年毛利率为 59.1%），公司原业务毛利率实际为 39.9%，同比下降 1 个百分点，主要是毛利率略低的电商平台销售占比增加所致。公司本期销售费用率为 9.0%，同比增加 3.7 个百分点，一方面是并表中优所致，另一方面是公司推广力度增加。管理费用率同比下降 2.5 个百分点，财务费用率同比持平，综合来看，公司期间费用率为 15.6%，同比增加 1.3 个百分点，另外公司本期营业外收入也低于去年，共同作用使得公司净利增速落后于营收增速。

➤ **并购丰富产品线，整合优化提升产品竞争力：**公司产品起步于制氧机、血压计等，上市后通过整合苏州医疗用品厂、优阅光学、上械集团、中优医疗等大幅拓宽产品线并获得了较为广泛的院内渠道。目前公司已拥有数百种产品类型，其中医用产品线已覆盖了几乎所有临床科室的手术器械和消毒卫生材料，在家用领域则聚焦呼吸系统、心血管、内分泌三大病种发展了制氧机、血压计、血糖仪等明星产品。并且，公司通过整合并购企业的研发资源，推出双水平呼吸机、医用电子血压计、留置针等新型产品，不断提升公司产品的竞争力。另外，公司 2016 年在德国建立研发中心，2017 年又并购德国 Metrax GmbH 及参股 Amsino，我们认为这将有助于公司在部分细分领域的研发能力达到国际先进水平，从而进一步提升产品的竞争力，并且有望实现产品的国际化销售。

➤ **盈利预计：**我们预计公司 2017、2018 年实现净利润 6.56 和 7.95 亿元，yoy 分别+31.2%和+21.2%，折合 EPS0.65 和 0.79 元。目前股价对应的 PE 分别为 31 倍和 26 倍。目前公司估值合理，我们看好公司内生+外延的成长模式，未来仍具备增长潜力，我们维持“买入”的投资建议。

➤ **风险提示：**费用率未如期恢复，并购整合不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016E	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	297	364	500	656	795
同比增减	%	15.09	22.67	37.30	31.20	21.19
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.56	0.62	0.80	0.65	0.79
同比增减	%	14.29	10.71	29.03	-18.16	21.19
市盈率(P/E)	X	36.55	33.02	25.59	31.27	25.80
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.40	0.40	0.08	0.10
股息率 (Yield)	%	0.00	1.95	1.95	0.38	0.47

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1682	2104	2633	3593	4324
经营成本	1009	1266	1614	2190	2628
营业税金及附加	13	19	32	40	48
销售费用	148	169	203	329	316
管理费用	216	269	275	297	441
财务费用	-3	3	-18	-13	-17
资产减值损失	13	4	9	35	15
投资收益	0	2	23	32	20
营业利润	285	375	541	759	915
营业外收入	50	37	34	37	40
营业外支出	1	4	2	4	4
利润总额	334	408	573	792	951
所得税	36	41	71	113	118
少数股东损益	1	2	1	23	37
归母净利润	297	364	500	656	795

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
货币资金	364	461	2339	2690	3094
应收账款	432	493	554	664	797
存货	302	403	380	361	343
流动资产合计	1590	1820	4634	5561	6673
长期股权投资	7	34	33	43	56
固定资产	405	461	446	491	540
在建工程	24	2	67	81	97
非流动资产合计	548	1106	1174	1350	1552
资产总计	2138	2926	5807	6910	8225
流动负债合计	345	696	638	766	919
非流动负债合计	32	97	238	248	258
负债合计	377	794	876	1013	1177
少数股东权益	11	16	22	28	64
股东权益合计	1750	2116	4910	5869	6984
负债及股东权益合计	2138	2926	5807	6910	8225

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2,014	2,015	2016E	2017E	2018E
经营活动所得现金净额	206	543	677	745	819
投资活动所用现金净额	-157	-588	-990	-1400	-1400

融资活动所得现金净额	-9	137	2175	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	41	98	1878	-2655	-2581

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。