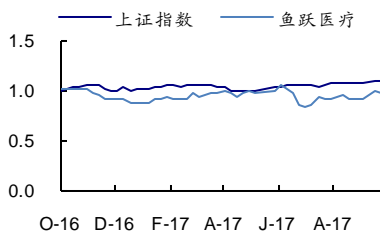


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
鱼跃医疗(002223)
买入
2017年三季度点评

(维持评级)

2017年10月23日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,002/855
总市值/流通(百万元)	21,844/18,633
上证综指/深圳成指	3,379/11,239
12个月最高/最低(元)	23.90/18.02

相关研究报告:

《鱼跃医疗-002223-2017年半年报点评:内生外延共发力,业绩符合预期》——2017-08-23
 《鱼跃医疗-002223-2017年一季报点评:开局良好,符合预期》——2017-04-23
 《鱼跃医疗-002223-乘电商东风,家用器械航母启航》——2017-04-19
 《鱼跃医疗-002223-2016年年报点评:平台协同+线上放量+院内突破+新品迭出四重动力推动新一轮高增长》——2017-04-10
 《鱼跃医疗-002223-2016年半年报点评:质地优良的器械龙头企业稳步成长》——2016-07-29

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157
 E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001
联系人: 谢长雁
 电话: 0755-82133263
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

增长稳健, 期待电商继续发力

● 营收、净利稳健成长

2017Q1-3 营收 26.93 亿 (+34.66%), 归母净利润 5.28 亿 (+22.11%), 扣非归母净利润 5.09 亿 (25.46%)。同时公司预计全年归母净利润增速在 20%-40% 之间。单季度来看, 营收 8.31 亿 (+45.56%), 归母净利润 1.29 亿 (+28.63%), 扣非归母净利润 1.24 亿 (+26.49%)。整体而言营收和利润均稳健成长。

● 中优并表预计能够完成承诺

2017 年 1 月中优 61.6% 股权完成过户实现并表, 17-19 年中优承诺净利润达到 0.92、1.12、1.42 亿。也正是因为收购中优和德国 Metrax GmbH, 公司商誉从去年底的 0.80 亿大幅提升为 7.72 亿。中优的院内产品相对家用产品而言, 主打高端高价市场, 未来有望逐渐踏出院外借助鱼跃平台实现协同。

● 财务数据稳健, 销售费用提升部分由并表导致

从季报滚动全年三费率来看, 毛利率、销售费用率自中优并表后持续提升, 而管理费用率持续降低, 受到为年底促销活动备货影响, 存货占滚动全年营收比例有所上升。应收账款最近三个季度均保持稳定, 侧面说明销售费用率提升是并表影响造成而非竞争加剧。

● 年底是电商销售旺季, 预计环比营收利润继续改善

电商是当前鱼跃医疗增长最为迅速的渠道, 预计今年电商贡献营收 9-10 亿, 而净利润增量贡献估计在 5-7000 万左右。年底是电商促销的高峰期, 也是家用医疗器械传统旺季, 依据备货和今年电商的前三季度增速, 我们估计环比营收和净利润将持续改善。

● 风险提示

中优业绩不达预期形成商誉减值; 电商平台增速不达预期; 董事长受调查事件对上市公司融资产生不利影响。

● 投资建议: 品牌+渠道+电商壁垒高, 继续推荐“买入”

作为唯一家用医疗器械平台型企业, 持续受益于消费升级。电商业务估计能够实现 60-70% 左右高增速, 上械和中优的业绩协同、净利率改善均仍存在较大空间。我们微调盈利预测, 估计 17-19 年净利润 6.42/8.11/9.90 亿, 对应 EPS 为 0.64/0.81/0.99 元, 对应 PE 为 34.0/26.9/22.0, 继续推荐买入。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,104	2,633	3,456	4,475	5,522
(+/-%)	25.1%	25.1%	31.3%	29.5%	23.4%
净利润(百万元)	364	500	642	811	990
(+/-%)	22.7%	37.3%	28.4%	26.2%	22.1%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.50	0.64	0.81	0.99
EBIT Margin	19.5%	21.1%	18.4%	17.7%	18.0%
净资产收益率(ROE)	17.2%	10.2%	11.8%	13.4%	14.4%
市盈率(PE)	60.0	43.7	34.0	26.9	22.0
EV/EBITDA	48.2	36.4	32.5	26.4	21.3
市净率(PB)	10.3	4.4	4.03	3.60	3.18

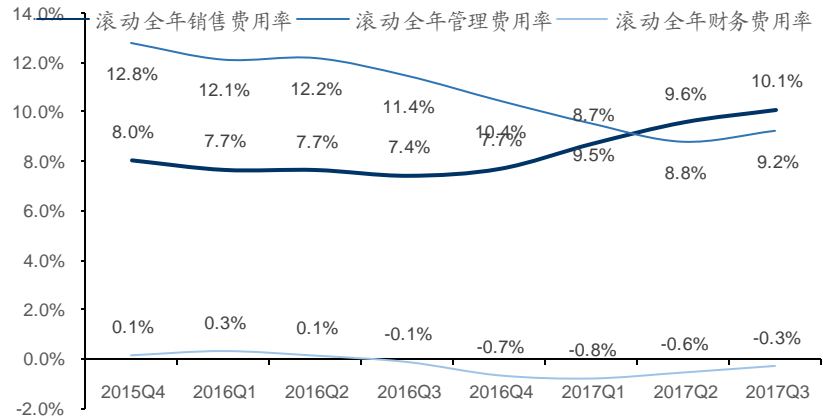
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

销售与管理费用一增一减，ROE 持续提升

销售费用快速提升，管理费用见底反弹。从 2016 年第四季度以来，滚动全年销售费用率持续提升，从 7.7% 提升至 10.1%。管理费用由 2015 年四季度的 12.8% 持续下降至最低点 8.8%，最新三季度数据有所反弹至 9.2%。销售费用的快速增长是电商渠道发力、上械及中优营销改革和消费升级关键期加大投入的共同作用结果。预计进一步压缩管理费用的幅度有限。

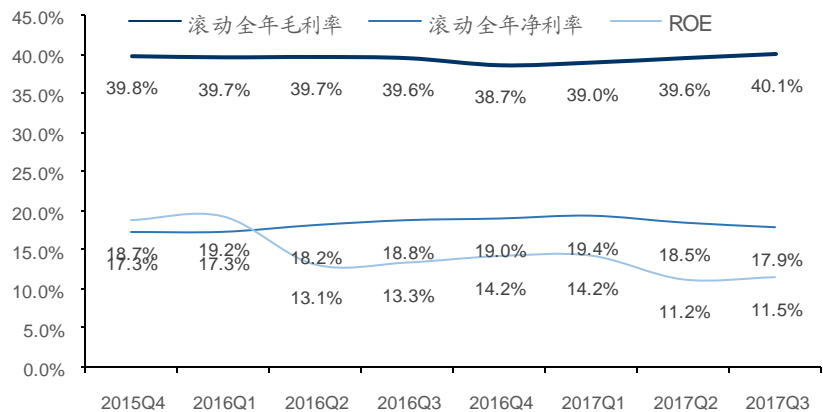
图 1：鱼跃医疗滚动全年三费费用率变化情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

ROE 内生改善持续。ROE 的台阶式下降主要是 2016 年 6 月定增获得大量资金导致。实际 ROE 水平持续改善，说明公司平台型协同作用显著。公司滚动全年毛利率持续改善，但是净利率最近两个季度稳中有降，这与销售费用与管理费用最近两个季度均稳步提升有关。

图 2：鱼跃医疗滚动全年毛利率、净利率、ROE 变化情况

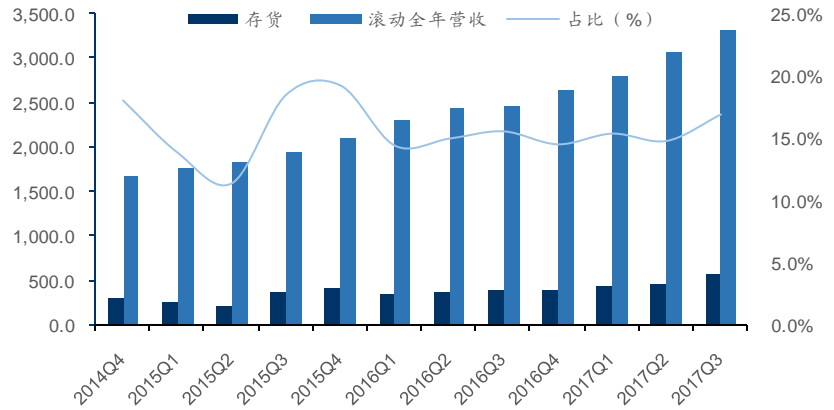


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

库存占比略微上升，属于正常季度波动影响。销售费用持续上升可能是竞争加剧的体现，而这往往会与库存增加同步出现。我们通过计算库存与滚动全年营收的比例发现，最近 6 个季度以来，均存在库存占比的稳步上升与下降波动。虽然三季度库存占比有所提升（从二季度的 14.7% 提升至三季度的 16.8%），但是整体仍属于 15% 左右的健康比例。库存占比的持续稳定也从侧面反映公司的供应链管理已经进入高度稳定的阶段。另外，应收账款占滚动全年营收比例也

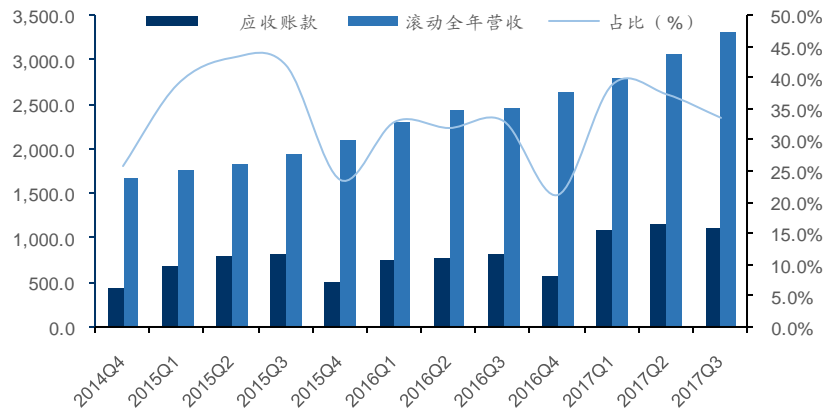
在持续减少，因此我们判断此前的销售费用持续提升是健康的，并非竞争加剧导致。

图 3: 鱼跃医疗单季度库存占滚动全年营收之比变化情况



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 鱼跃医疗应收账款占滚动全年营收之比变化情况



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

四季度进入电商发力关键期，期待业绩放量。一般第四季度是秋冬季节，也是多数家用医疗器械需求释放的时机。每年的双十一等电商促销活动也都集中在第四季度。鱼跃医疗作为最大的家用医疗器械电商品牌，最近两年电商业务均高速增长，预计今年仍然能够实现电商业务增速仍能维持 60%以上。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	2339	4648	4999	5615	营业收入	2633	3456	4475	5522
应收款项	855	88	114	141	营业成本	1614	2123	2824	3484
存货净额	380	503	670	828	营业税金及附加	32	35	38	47
其他流动资产	1059	20	27	33	销售费用	203	328	403	486
流动资产合计	4634	5259	5809	6616	管理费用	275	334	419	513
固定资产	513	492	516	522	财务费用	(18)	(78)	(112)	(131)
无形资产及其他	410	394	379	364	投资收益	23	3	3	3
投资性房地产	217	217	217	217	资产减值及公允价值变动	(9)	15	15	0
长期股权投资	33	28	22	17	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5807	6390	6943	7736	营业利润	541	732	922	1126
短期借款及交易性金融负债	53	500	300	200	营业外净收支	32	0	0	0
应付款项	353	156	207	256	利润总额	573	732	922	1126
其他流动负债	233	331	434	536	所得税费用	71	88	109	133
流动负债合计	638	987	942	992	少数股东损益	1	2	2	3
长期借款及应付债券	50	(180)	(180)	(180)	归属于母公司净利润	500	642	811	990
其他长期负债	188	137	86	35					
长期负债合计	238	(43)	(94)	(145)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	876	944	848	847	净利润	500	642	811	990
少数股东权益	22	22	23	24	资产减值准备	5	1	0	0
股东权益	4910	5424	6072	6864	折旧摊销	62	64	69	72
负债和股东权益总计	5807	6390	6943	7736	公允价值变动损失	9	(15)	(15)	0
					财务费用	(18)	(78)	(112)	(131)
					营运资本变动	(762)	1535	(94)	(92)
					其它	(4)	(0)	0	1
					经营活动现金流	(190)	2227	771	972
					资本开支	(98)	(13)	(63)	(63)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(97)	(7)	(57)	(57)
					权益性融资	2530	0	0	0
					负债净变化	50	(230)	0	0
					支付股利、利息	(240)	(128)	(162)	(198)
					其它融资现金流	16	447	(200)	(100)
					融资活动现金流	2165	89	(362)	(298)
					现金净变动	1878	2308	351	616
					货币资金的期初余额	461	2339	4648	4999
					货币资金的期末余额	2339	4648	4999	5615
					企业自由现金流	(352)	2145	609	792
					权益自由现金流	(286)	2431	508	808

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.50	0.64	0.81	0.99
每股红利	0.24	0.13	0.16	0.20
每股净资产	4.90	5.41	6.06	6.85
ROIC	12%	18%	49%	58%
ROE	10%	12%	13%	14%
毛利率	39%	39%	37%	37%
EBIT Margin	19%	18%	18%	18%
EBITDA Margin	22%	20%	19%	19%
收入增长	25%	31%	30%	23%
净利润增长率	37%	28%	26%	22%
资产负债率	15%	15%	13%	11%
息率	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%
P/E	43.6	34.0	26.9	22.0
P/B	4.4	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	39.8	32.5	26.4	21.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuhen@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		