

2017年10月23日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

25.0

鱼跃医疗(002223.SZ)

Buy 买入

公司基本资讯

| | | | |
|------------------|-----------------------|------|------|
| 产业别 | 医药生物 | | |
| A 股价(2017/10/20) | 21.79 | | |
| 深证成指(2017/10/20) | 11238.88 | | |
| 股价 12 个月高/低 | 23.9/18.02 | | |
| 总发行股数(百万) | 1002.48 | | |
| A 股数(百万) | 855.11 | | |
| A 市值(亿元) | 186.33 | | |
| 主要股东 | 江苏鱼跃科技发展有限公司 (26.53%) | | |
| 每股净值(元) | 5.16 | | |
| 股价/账面净值 | 4.22 | | |
| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
| 股价涨跌(%) | 5.5 | 17.0 | -4.8 |

近期评等

| 日期 | 收盘价 | 评级 |
|------------|-------|----|
| 2017-08-22 | 20.65 | 买入 |

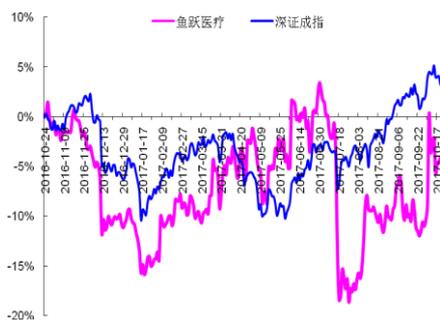
产品组合

| | |
|------|-------|
| 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 | 6.7% |
| 一般法人 | 31.0% |

股价相对大盘走势



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：

- **公司业绩：**公司 2017Q1-Q3 实现营业收入 26.9 亿元，YOY+34.7%，实现净利润 5.3 亿元，YOY+22.1%，EPS 为 0.53 元。扣非后公司业绩同比增长 25.1%，公司营收增速符合预期，但净利增速略低于我们的预期。公司 Q3 单季度实现营业收入 8.3 亿元，YOY+45.6%，录得净利润 1.3 亿元，YOY+28.6%。公司同时预计 2017 年净利润增长区间为 20%-40%。
- **营收增长符合预期，但短期费用增长仍较多：**公司 2017 年前三季度营收增长符合我们的预期：内生预计同比增长 18%左右，其中制氧机预计在西藏市场销售的带动下同比增长 20%左右，血压计、血糖仪及试纸预计在电商渠道的带动下分别同比增长 40%、30%以上，上械预计相对平稳；年初并表的中优医疗预计营收同比增长 30%左右。公司前三季度综合毛利率为 41.5%，同比提升 1.4 个百分点，预计仍主要是毛利率较高的中优医疗并表所致。公司前三季度销售费用率为 9.5%，同比增加 3.4 个百分点，其中 Q3 单季销售费用率为 10.5%，同比增加 2.5 个百分点，公司销售费用增长快于我们的预期，增长的一方面是并表中优所致，另一方面主要是公司推广力度继续增加。前三季度管理费用率同比下降 1.2 个百分点至 8.2%，财务费用率同比增加 0.4 个百分点。综合来看，公司期间费用率为 17.7%，同比增加 2.5 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。
- **盈利预测：**由于公司费用端增长快于我们的预期，我们小幅下调对公司的盈利预测，我们预计公司 2017、2018 年实现净利润 6.26 和 7.54 亿元，yoy 分别+25%和+20%，折合 EPS0.62 和 0.75 元。目前股价对应的 PE 分别为 35 倍和 30 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，维持“买入”的投资建议。

..... 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 | 626 | 754 |
| 同比增减 | % | 15.09 | 22.67 | 37.30 | 25.06 | 20.47 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.56 | 0.62 | 0.80 | 0.62 | 0.75 |
| 同比增减 | % | 14.29 | 10.71 | 29.03 | -21.99 | 20.47 |
| 市盈率(P/E) | X | 39.21 | 35.42 | 27.45 | 35.19 | 29.21 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.00 | 0.40 | 0.40 | 0.07 | 0.09 |
| 股息率 (Yield) | % | 0.00 | 1.82 | 1.82 | 0.34 | 0.41 |

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 | 36 | 43 |
| 销售费用 | 148 | 169 | 203 | 354 | 337 |
| 管理费用 | 216 | 269 | 275 | 310 | 372 |
| 财务费用 | -3 | 3 | -18 | 3 | 0 |
| 资产减值损失 | 13 | 4 | 9 | 27 | 15 |
| 投资收益 | 0 | 2 | 23 | 41 | 35 |
| 营业利润 | 285 | 375 | 541 | 737 | 964 |
| 营业外收入 | 50 | 37 | 34 | 37 | 40 |
| 营业外支出 | 1 | 4 | 2 | 5 | 4 |
| 利润总额 | 334 | 408 | 573 | 770 | 1000 |
| 所得税 | 36 | 41 | 71 | 96 | 124 |
| 少数股东损益 | 1 | 2 | 1 | 49 | 123 |
| 归母净利润 | 297 | 364 | 500 | 626 | 754 |

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证证券(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分内容以作任何用途。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,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可能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许会对此份报告内描述之证;@持意见或立场,或买入,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。