

鱼跃医疗(002223)/医疗器械
收购中优少数股权, 实现资源优化配置
评级: 买入(维持)

市场价格: 20.61

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

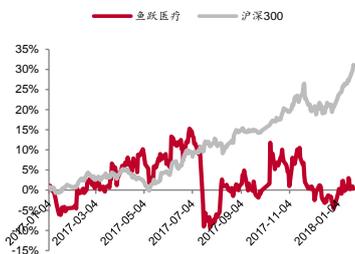
联系人: 谢木青

电话:

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1002.48
流通股本(百万股)	855.11
市价(元)	20.61
市值(百万元)	20661
流通市值(百万元)	17624

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 鱼跃医疗(002223.SZ): 收购优科骨科, 整合资源, 优化管理
- 2 鱼跃医疗(002223.SZ): 三季度业绩稳步向上, 电商保持快速增长
- 3 鱼跃医疗(002223.SZ): 电商持续快速增长, 销售费用上升导致利润率下降

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2103.74	2632.59	3425.75	4122.62	4961.32
增长率 yoy%	25.09%	25.14%	30.13%	20.34%	20.34%
净利润	364.34	500.26	611.53	785.97	987.89
增长率 yoy%	22.67%	37.30%	22.24%	28.53%	25.69%
每股收益(元)	0.55	0.75	0.61	0.78	0.99
每股现金流量	0.93	1.01	0.45	0.74	0.85
净资产收益率	17.22%	10.19%	11.94%	13.31%	14.33%
P/E	37.81	27.53	33.79	26.29	20.91
PEG	1.67	0.74	1.52	0.92	0.81
P/B	5.70	2.81	4.04	3.50	3.00

投资要点

- **事件:** 公司公告拟以人民币 5.5 亿元收购卞雪莲持有的上海中优医药 38.3775% 的股份, 收购完成后, 公司将持有中优医药 100% 的股份。
- **收购中优医药少数股权,** 一方面可以有效整合资源, 另一方面可以进一步增厚业绩。中优医药属于传染病防控与感染控制的细分领域, 主要业务是手部与皮肤消毒产品、器械与物表消毒产品、消毒配套器材与系统的销售, 2017 年中报时实现营业收入 1.73 亿元, 利润 0.3 亿元。公司于 2016 年底以现金 8.63 亿元收购中优医药 61.6225% 股份, 本次收购少数股权, 基本没有溢价(整体估值 14 亿元), 收购完成后, 中优成为公司全资子公司, 有利于公司资源优化配置, 同时公司可以根据业务发展需要, 适时加大对中优的资源投入与业务整合。根据中优 2018-2019 年的业绩承诺(2018 年为 1.12 亿, 2019 年为 1.42 亿), 假设收购于 2018 年年中完成, 可增厚公司利润约 2000 万元。
- **我们再次强调鱼跃的推荐逻辑,** 我们认为公司两大重要变化(产品高端化和销售线上化)有望驱动公司内生 20% 以上快速发展, 强整合能力有望通过持续外延不断丰富产品线, 提高长期竞争力(上械、中优、德国 Amsino Medica I 以及优科骨科极大提高公司在医用临床领域的竞争力), 打造医疗器械平台化龙头企业。
- **盈利预测与估值:** 暂不考虑本次收购中优的少数股权, 我们预计 2017-2019 年公司收入 34.26、41.23、49.61 亿元, 同比增长 30.13%、20.34%、20.34%, 归属母公司净利润 6.12、7.86、9.88 亿元, 同比增长 22.24%、28.53%、25.69%, 对应 EPS 为 0.61、0.78、0.99。目前公司股价对应 2018 年 26 倍 PE, 考虑到公司内生产品增速稳定, 外延并购整合效果良好, 管理持续优化提效, 再加上公司未来有继续外延丰富产品线的预期, 我们认为公司合理估值区间为 2018 年 30-35 倍 PE, 合理价格区间为 23.4-27.3 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品推广不达预期风险, 外延并购整合不大预期风险。

图表 1: 鱼跃医疗财务报表预测 (不考虑本次收购)

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,682	2,104	2,633	3,426	4,123	4,961
增长率	18.08%	25.1%	25.1%	30.1%	20.3%	20.3%
营业成本	-1,009	-1,266	-1,614	-2,044	-2,429	-2,906
%销售收入	60.0%	60.2%	61.3%	59.7%	58.9%	58.6%
毛利	672	838	1,019	1,381	1,693	2,055
%销售收入	40.0%	39.8%	38.7%	40.3%	41.1%	41.4%
营业税金及附加	-13	-19	-32	-41	-50	-60
%销售收入	0.8%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-148	-169	-203	-322	-371	-437
%销售收入	8.8%	8.0%	7.7%	9.4%	9.0%	8.8%
管理费用	-216	-269	-275	-343	-392	-447
%销售收入	12.8%	12.8%	10.4%	10.0%	9.5%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	295	380	509	676	881	1,112
%销售收入	17.5%	18.1%	19.3%	19.7%	21.4%	22.4%
财务费用	3	-3	18	36	37	48
%销售收入	-0.2%	0.1%	-0.7%	-1.1%	-0.9%	-1.0%
资产减值损失	-13	-4	-9	-7	-5	-10
公允价值变动收益	0	0	0	2	0	0
投资收益	0	2	23	20	23	30
%税前利润	0.1%	0.6%	4.0%	2.7%	2.4%	2.5%
营业利润	285	375	541	722	936	1,181
营业利润率	16.9%	17.8%	20.5%	21.1%	22.7%	23.8%
营业外收支	49	32	32	18	15	15
税前利润	334	408	573	740	951	1,196
利润率	19.8%	19.4%	21.7%	21.6%	23.1%	24.1%
所得税	-36	-41	-71	-92	-118	-148
所得税率	10.7%	10.1%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
净利润	298	367	502	649	834	1,048
少数股东损益	1	2	1	37	48	60
归属于母公司的净利润	297	364	500	612	786	988
净利率	17.7%	17.3%	19.0%	17.9%	19.1%	19.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	298	367	502	649	834	1,048
少数股东损益	0	0	0	37	48	60
非现金支出	55	63	78	67	62	65
非经营收益	-2	-7	-38	-31	-34	-43
营运资金变动	-145	120	135	-231	-118	-215
经营活动现金净流	206	543	677	490	791	916
资本开支	146	164	76	665	-34	-41
投资	-11	-461	-951	-111	0	0
其他	0	38	37	18	23	30
投资活动现金净流	-157	-588	-990	-758	57	71
股权募资	0	0	2,530	0	0	0
债权募资	47	148	-115	0	-53	0
其他	-55	-5	-225	-5	-405	-2
筹资活动现金净流	-8	142	2,191	-5	-457	-2
现金净流量	41	98	1,878	-273	390	984

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	364	461	2,339	2,029	2,372	3,296
应收款项	804	818	855	1,131	1,286	1,541
存货	302	403	380	420	486	557
其他流动资产	121	138	1,059	1,083	1,105	1,132
流动资产	1,590	1,820	4,634	4,663	5,249	6,526
%总资产	74.4%	62.2%	79.8%	71.0%	74.1%	78.9%
长期投资	7	103	119	230	230	230
固定资产	429	463	513	469	411	349
%总资产	20.1%	15.8%	8.8%	7.1%	5.8%	4.2%
无形资产	101	511	507	1,175	1,156	1,136
非流动资产	548	1,106	1,174	1,908	1,831	1,750
%总资产	25.6%	37.8%	20.2%	29.0%	25.9%	21.1%
资产总计	2,138	2,926	5,807	6,570	7,080	8,276
短期借款	50	218	53	53	0	0
应付款项	286	440	532	635	745	881
其他流动负债	8	39	54	465	84	97
流动负债	345	696	638	1,154	830	978
长期贷款	20	0	50	50	50	50
其他长期负债	12	97	188	188	188	188
负债	377	794	876	1,392	1,068	1,216
普通股股东权益	1,750	2,116	4,910	5,120	5,906	6,894
少数股东权益	11	16	22	59	106	166
负债股东权益合计	2,138	2,926	5,807	6,570	7,080	8,276

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.559	0.623	0.749	0.610	0.784	0.985
每股净资产 (元)	3.292	3.618	7.346	5.108	5.892	6.877
每股经营现金净流 (元)	0.387	0.929	1.013	0.452	0.742	0.854
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.400	0.400	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.97%	17.22%	10.19%	11.94%	13.31%	14.33%
总资产收益率	13.89%	12.45%	8.61%	9.31%	11.10%	11.94%
投入资本收益率	17.99%	18.88%	17.17%	19.43%	22.15%	27.02%
增长率						
营业总收入增长率	18.08%	25.09%	25.14%	30.13%	20.34%	20.34%
EBIT增长率	14.49%	28.89%	33.94%	32.68%	30.38%	26.29%
净利润增长率	15.09%	22.67%	37.30%	22.24%	28.53%	25.69%
总资产增长率	18.40%	36.83%	98.49%	13.14%	7.76%	16.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.2	87.7	78.6	78.6	72.0	71.5
存货周转天数	107.6	101.6	88.6	75.0	73.0	70.0
应付账款周转天数	79.6	77.6	73.1	73.0	71.0	70.0
固定资产周转天数	87.4	75.1	62.9	44.1	31.0	21.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.66%	-11.43%	-45.36%	-37.19%	-38.61%	-45.98%
EBIT利息保障倍数	-103.2	133.5	-28.6	-18.7	-23.7	-23.2
资产负债率	17.62%	27.13%	15.09%	21.18%	15.08%	14.69%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。