

鱼跃医疗 (002223)

证券研究报告

2018年04月22日

业绩稳步增长，整体经营稳健

事件：公司发布 2017 年年度报告，2017 年全年公司营业总收入 35.42 亿元，较去年同期调整后增长 34.14%；归属母公司股东的净利润 5.92 亿元，同比增长 18.45%；扣非后归属母公司股东的净利润 5.13 亿元，同比增长 4.80%。

公司一同发布了 2018 年第一季度报告，报告期内公司营业收入 10.42 亿元，同比增长 15.49%；归属母公司股东的净利润 2.14 亿元，同比增长 15.05%；扣非后归属母公司股东的净利润 2.05 亿元，同比增长 11.32%。

家用板块增长亮眼，临床板块保持增速

公司营业收入增长较快，各核心版块保持较快增长。家用医疗产品占公司营收 37.00%，17 年营收同比增长 26.55%，其中家用板块的电商平台业绩增长突出，同比增速在 50%以上，成为公司家用板块业绩增长主要引擎，稳居同行首位。医用临床产品 2016 年增长 82.86%，2017 年保持超高速增长，同比增长 59.01%，占营收比重从 15 年 18.95%到 16 年 27.69%，17 年达到 33.07%，成为公司营收重要支柱。

销售毛利略有降低，销售费用增长较快

2017 年公司销售毛利率为 39.66%，同比上升一个百分点，扣除上海中优并表因素，公司销售毛利率为 37.46%，同比下降一个百分点，主要是原材料价格不断上涨以及销售毛利略低的电商板块占比不断提高所致。公司为对冲大宗物资的上涨，对主要材料进行战略储备，导致期末存货余额达 6.33 亿元，同比增长 64.20%。公司期间费用 7.58 亿元，同比增长了 64.16%。销售费用和财务费用同比增长较快，销售费用同比增长 97.13%。其中，销售费用增长主要是公司在报告期内上海中优、德国子公司并表以及加大营销体系建设以及品牌推广力度；财务费用增长由于美元贬值引起报告期末公司持有美元存单账面汇兑损失所致。

外延扩张逐步整合，丰富品类完善结构

继 2015 年收购上械集团，2016 年收购上海中优后，2017 年，公司完成了对德国 Metrax GmbH 公司 100%股权收购，将 AED 品牌（普美康 PRIMEDIC）收归麾下；公司参与认购 Amsino Medical Group Company Limited 已发行普通股数的 19.33%股份，将 Amsino Medical 制造的感染控制、抗菌涂层和安全无针为核心技术的一次性医疗器械部分产品在中国地区医院市场、家庭护理市场、OTC 和电子商务市场的开发和销售揽入产品版图。同时收购上海仕操，新设利康医药，布局完善消毒产品及服务。2017 年还收购上海优科骨科 100%股权。目前，公司拥有产品品类达 550 多种，产品规格近两万个。

根据年报，公司 2017 年销售费用投入较高，销售费用率同比增长 3.6 个 pp，我们预计 18-19 年净利润由 8.04、9.62 亿元调整为 7.04、8.30 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：成本和费用不断上涨对公司管理控制带来的压力；公司快速发展带来的管理风险；并购标的运营不达预期带来的商誉减值风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,632.59	3,541.56	4,190.98	4,963.36	5,782.31
增长率(%)	25.14	34.53	18.34	18.43	16.50
EBITDA(百万元)	584.86	736.63	827.19	955.65	1,108.70
净利润(百万元)	500.26	592.03	704.25	829.68	954.18
增长率(%)	37.30	18.35	18.96	17.81	15.01
EPS(元/股)	0.50	0.59	0.70	0.83	0.95
市盈率(P/E)	44.51	37.61	31.62	26.84	23.33
市净率(P/B)	4.53	4.25	3.93	3.57	3.20
市销率(P/S)	8.46	6.29	5.31	4.49	3.85
EV/EBITDA	31.42	24.30	24.94	20.96	17.90

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	22.21 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,002.48
流通 A 股股本(百万股)	855.11
A 股总市值(百万元)	22,265.01
流通 A 股市值(百万元)	18,991.91
每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	15.50
一年内最高/最低(元)	34.66/18.02

作者

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

李扬 联系人
lyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《鱼跃医疗-半年报点评:上半年业绩稳中有进，外延布局脚步不停》 2017-08-22
- 《鱼跃医疗-季报点评:一季度业绩符合预期，上半年归母净利润预增 30-50%》 2017-04-23
- 《鱼跃医疗-年报点评报告:16 年报亮点不断，17 年将以内生加外延方式扩张》 2017-04-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,339.45	2,053.39	1,854.80	2,497.22	2,732.75
应收账款	618.66	836.53	1,063.47	830.68	1,376.01
预付账款	91.07	225.21	137.77	269.04	236.16
存货	380.33	632.50	646.84	819.23	962.92
其他	1,204.39	358.32	899.63	814.51	969.61
流动资产合计	4,633.89	4,105.95	4,602.52	5,230.68	6,277.44
长期股权投资	33.30	107.58	107.58	107.58	107.58
固定资产	446.27	563.25	684.80	771.64	824.65
在建工程	67.13	318.61	227.17	184.30	140.58
无形资产	409.73	614.47	597.23	580.00	562.77
其他	217.11	918.76	903.51	892.93	888.36
非流动资产合计	1,173.54	2,522.66	2,520.30	2,536.46	2,523.95
资产总计	5,807.43	6,628.61	7,122.82	7,767.13	8,801.39
短期借款	52.85	50.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	458.08	502.09	726.31	720.01	956.05
其他	127.24	272.07	218.97	248.20	277.82
流动负债合计	638.17	824.16	945.27	968.21	1,233.87
长期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	188.11	233.57	172.96	198.21	201.58
非流动负债合计	238.11	233.57	172.96	198.21	201.58
负债合计	876.28	1,057.73	1,118.23	1,166.43	1,435.45
少数股东权益	21.54	329.93	344.89	367.57	401.57
股本	668.32	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48
资本公积	2,459.56	2,128.44	2,128.44	2,128.44	2,128.44
留存收益	4,239.63	4,229.12	4,657.22	5,230.66	5,961.89
其他	(2,457.90)	(2,119.09)	(2,128.44)	(2,128.44)	(2,128.44)
股东权益合计	4,931.16	5,570.88	6,004.59	6,600.70	7,365.94
负债和股东权益总	5,807.43	6,628.61	7,122.82	7,767.13	8,801.39

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	501.59	627.54	704.25	829.68	954.18
折旧摊销	69.02	89.84	47.12	53.26	57.95
财务费用	(9.02)	22.42	(7.91)	(10.78)	(12.96)
投资损失	(22.87)	(48.98)	(24.71)	(24.71)	(24.71)
营运资金变动	(688.76)	550.67	(509.41)	66.38	(553.20)
其它	827.01	(999.39)	15.75	23.06	34.78
经营活动现金流	676.98	242.10	225.08	936.87	456.02
资本支出	9.88	1,343.68	120.61	54.75	46.63
长期投资	(0.70)	74.29	0.00	0.00	0.00
其他	(998.80)	(1,839.69)	(155.90)	(110.03)	(71.92)
投资活动现金流	(989.62)	(421.72)	(35.29)	(55.29)	(25.29)
债权融资	102.85	150.00	40.00	46.67	62.22
股权融资	2,545.81	(0.50)	(0.83)	11.40	13.58
其他	(473.47)	(241.42)	(427.56)	(297.23)	(271.00)
筹资活动现金流	2,175.19	(91.92)	(388.39)	(239.17)	(195.20)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,862.54	(271.53)	(198.59)	642.42	235.53

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,632.59	3,541.56	4,190.98	4,963.36	5,782.31
营业成本	1,614.00	2,136.87	2,531.35	3,002.83	3,550.34
营业税金及附加	31.74	34.93	43.50	53.44	59.77
营业费用	202.79	399.77	461.01	545.97	636.05
管理费用	274.86	346.02	389.76	471.52	497.28
财务费用	(17.80)	11.84	(7.91)	(10.78)	(12.96)
资产减值损失	9.22	16.56	10.00	11.93	12.83
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.87	48.98	24.71	24.71	24.71
其他	(45.73)	(136.39)	(49.43)	(49.43)	(49.43)
营业利润	540.64	682.98	787.98	913.17	1,063.72
营业外收入	34.36	39.96	36.96	37.09	38.00
营业外支出	2.49	2.73	3.13	2.79	2.88
利润总额	572.51	720.20	821.81	947.48	1,098.84
所得税	70.93	92.66	101.81	94.75	109.88
净利润	501.59	627.54	720.00	852.73	988.95
少数股东损益	1.33	35.51	15.75	23.06	34.78
归属于母公司净利润	500.26	592.03	704.25	829.68	954.18
每股收益(元)	0.50	0.59	0.70	0.83	0.95

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	25.14%	34.53%	18.34%	18.43%	16.50%
营业利润	44.02%	26.33%	15.37%	15.89%	16.49%
归属于母公司净利润	37.30%	18.35%	18.96%	17.81%	15.01%
获利能力					
毛利率	38.69%	39.66%	39.60%	39.50%	38.60%
净利率	19.00%	16.72%	16.80%	16.72%	16.50%
ROE	10.19%	11.30%	12.44%	13.31%	13.70%
ROIC	25.73%	23.67%	19.58%	20.16%	23.65%
偿债能力					
资产负债率	15.09%	15.96%	15.70%	15.02%	16.31%
净负债率	2.32%	-28.11%	-19.08%	-11.76%	-18.70%
流动比率	7.26	4.98	4.87	5.40	5.09
速动比率	6.67	4.21	4.18	4.56	4.31
营运能力					
应收账款周转率	4.47	4.87	4.41	5.24	5.24
存货周转率	6.72	6.99	6.55	6.77	6.49
总资产周转率	0.60	0.57	0.61	0.67	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.50	0.59	0.70	0.83	0.95
每股经营现金流	0.68	0.24	0.22	0.93	0.45
每股净资产	4.90	5.23	5.65	6.22	6.95
估值比率					
市盈率	44.51	37.61	31.62	26.84	23.33
市净率	4.53	4.25	3.93	3.57	3.20
EV/EBITDA	31.42	24.30	24.94	20.96	17.90
EV/EBIT	35.15	27.27	26.45	22.20	18.89

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com