

鱼跃医疗(002223)/医疗器械

业绩低于预期,核心产品稳定快速增长,费用上升导致利润率下降

评级: 增持(下调)

市场价格: 22.21

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,002.48
流通股本(百万股)	855.11
市价(元)	22.21
市值(百万元)	22,265.01
流通市值(百万元)	18,991.91

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 鱼跃医疗(002223.SZ): 业绩符合预期,电商平台持续放量带动核心产品快速增长
- 2 鱼跃医疗(002223.SZ): 收购中优少数股权,实现资源优化配置
- 3 鱼跃医疗(002223.SZ): 收购优科骨科,整合资源,优化管理

公司盈利预测及估值

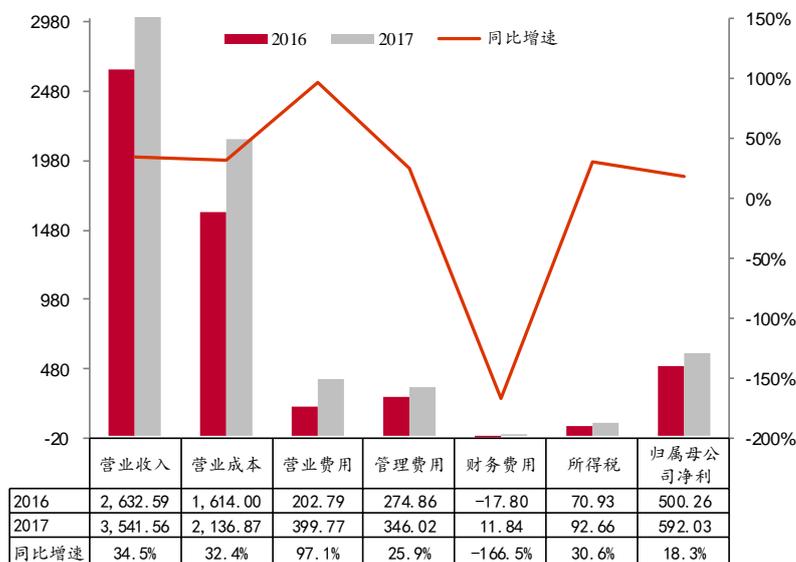
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2640.20	3541.56	4211.85	5013.86	5941.58
增长率 yoy%	25.50%	34.14%	18.93%	19.04%	18.50%
净利润	499.82	592.03	698.90	823.47	969.94
增长率 yoy%	37.18%	18.45%	18.05%	17.82%	17.79%
每股收益(元)	0.50	0.59	0.70	0.82	0.97
每股现金流量	0.67	0.24	0.50	0.64	0.59
净资产收益率	10.17%	11.30%	11.77%	12.84%	13.91%
P/E	44.55	37.61	31.86	27.04	22.96
PEG	1.20	2.04	1.76	1.52	1.29
P/B	4.53	4.25	3.75	3.47	3.19

备注:

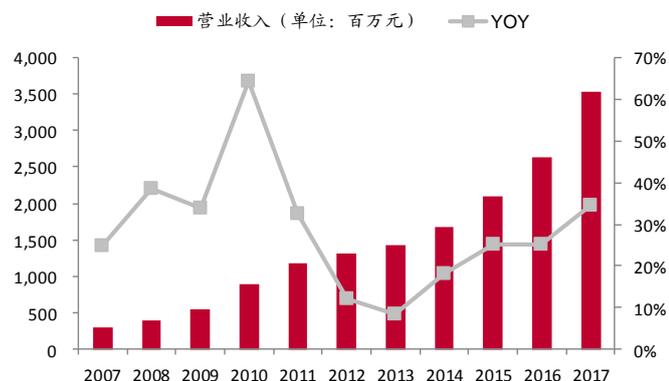
投资要点

- **事件:** 公司公告 2017 年年报及 2018 年一季度报, 2017 年实现营业收入 35.42 亿元, 同比增长 34.14%, 归母净利润 5.92 亿元, 同比增长 18.45%, 扣非净利润 5.13 亿元, 同比增长 4.80%, 2018 年一季度实现营业收入 10.42 亿元, 同比增长 15.49%, 归母净利润 2.14 亿元, 同比增长 15.05%, 扣非净利润 2.05 亿元, 同比增长 11.32%, 同时预计 2017 年 1-6 月业绩增速在 0-30%。
- **业绩低于预期, 中优并表及汇兑损失带来期间费用上升影响利润率水平。** 2017 年四季度单季度实现收入 8.49 亿元, 同比增长 32.52%, 归母净利润 6449 万元, 同比下降 4.89%, 中优并表带来销售费用增加对利润端增速持续带来消极影响, 与此同时美元贬值带来汇兑损失增加造成财务费用率达到 0.33%, 同比提高 1.01pp, 期间费用率 21.39%, 同比提高 3.93%; 综合毛利率 39.66%, 同比提高 1.13pp, 扣除高毛利率的中优并表影响, 毛利率在 37.46%, 同比下降 1.07pp, 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, 2017 年净利率 17.72%, 同比下降 1.33pp。
- **电商保持 50% 以上快速增长, 带动制氧机、血压计等核心产品持续稳定增长。** 2017 年家用器械实现收入 13.10 亿元, 同比增长 26.55%。其中制氧机预计继续保持近 20% 增长, 血糖仪、电子血压计等核心产品的增速均在 30% 以上, 新品呼吸机、额温枪等也借助电商平台进一步放量, 2018 年一季度延续了 2017 年的增长趋势, 未来在消费升级的大趋势下, 随着电子轮椅、睡眠呼吸机等高端产品进一步放量, 公司家用器械业务有望保持 20% 左右稳定增长。
- **并购整合效果良好, 临床领域竞争力持续提高。** 2017 年上械实现营业收入 5.90 亿元, 净利润 7010 万元, 净利率由 2016 年的 7.09% 提高到 11.87%; 中优医药实现营业收入 4.19 亿元, 净利润 9022 万元, 净利率达到 21.52%, 整合效果显著; 同时公司继续通过收购德国 Metrax GmbH 和优科骨科、参股 Amsino, 进一步提升临床领域的产品协同和整体竞争力。
- **盈利预测与估值:** 暂不考虑收购中优的少数股权, 我们预计 2018-2020 年公司收入 42.12、50.14、59.42 亿元, 同比增长 18.93%、19.04%、18.50%, 归属母公司净利润 6.99、8.23、9.70 亿元, 同比增长 18.05%、17.82%、17.79%, 对应 EPS 为 0.70、0.82、0.97。目前公司股价对应 2018 年 32 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, 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 35-40 倍 PE, 合理价格区间为 24-28 元, 下调“增持”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

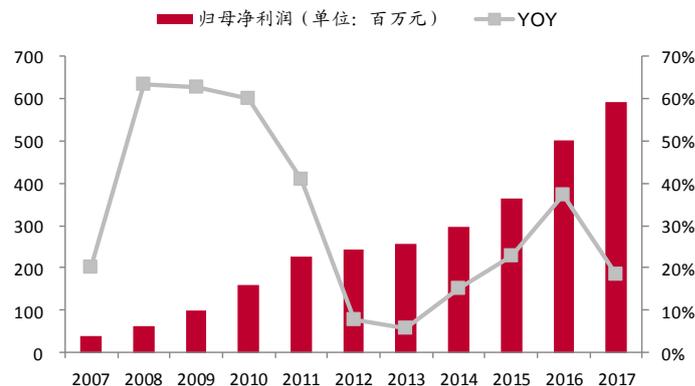
- 2017 年实现营业收入 35.42 亿元，同比增长 34.14%，归母净利润 5.92 亿元，同比增长 18.45%，扣非净利润 5.13 亿元，同比增长 4.80%，2018 年一季度实现营业收入 10.42 亿元，同比增长 15.49%，归母净利润 2.14 亿元，同比增长 15.05%，扣非净利润 2.05 亿元，同比增长 11.32%；2017 年年度利润分配预案：每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）；同时预计 2017 年 1-6 月业绩增速在 0-30%。
- 分业务来看，公司主业可拆分为康复护理、医用供氧和医用临床三部分，其中康复护理业务（家用器械）实现营业收入 13.10 亿元，同比增加 26.55%，医用供氧业务实现收入 10.43 亿元，同比增长 21.72%；医用临床业务实现收入 11.71 亿元，同比增长 59.01%，临床业务的大幅增加主要是由于中优并表所致。

图表 1：鱼跃医疗主要财务指标变化（百万元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：鱼跃医疗主营业务情况


来源：wind，中泰证券研究所

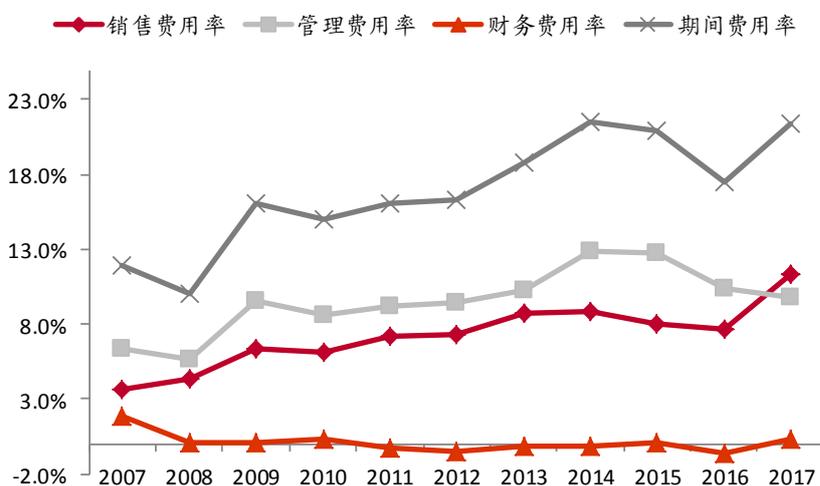
图表 3：鱼跃医疗归母净利润情况


来源：wind，中泰证券研究所

- 公司 2017 年销售费用率 11.29%，同比上升 3.59pp，主要原因在于上海中优、德国子公司并表以及公司加大营销体系建设以及品牌推广力度所致；同时管理费用率 9.77%，同比下降 0.67pp；财务费用率 0.33%，同比上升 1.01pp，主要是由于美元贬值带来汇兑损失增加；综合毛利率

39.66%，同比提高 1.13pp，扣除高毛利率的中优并表影响，毛利率在 37.46%，同比下降 1.07pp，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，2017 年净利率 17.72%，同比下降 1.33pp。’

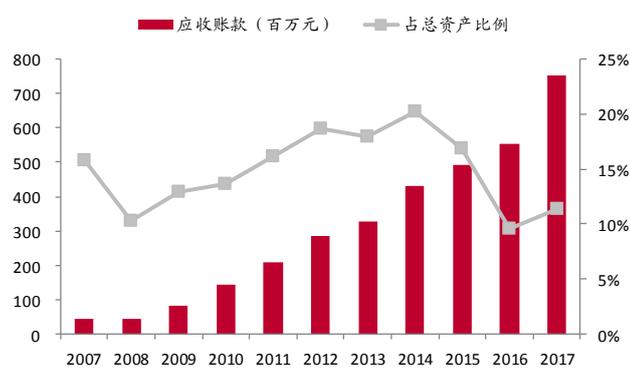
图表 4: 鱼跃医疗三项费用率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

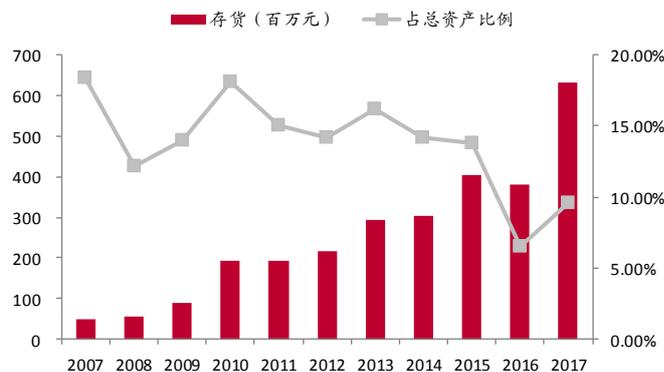
- 公司 2017 年应收账款 7.54 亿元，同比增长 36.14%，占总资产比重 11.37%，主要是由于中优并表所致；存货 6.33 亿元，同比增长 66.30%，占总资产比重 9.54%，主要是公司为对冲大宗物资上涨，对主要材料进行战略储备所致。

图表 5: 鱼跃医疗应收账款情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 鱼跃医疗存货情况



来源: wind, 中泰证券研究所

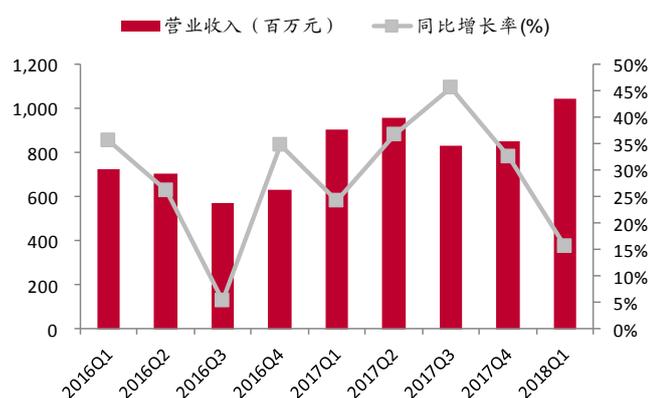
- 分季度来看: 公司 2017 年四季度单季度实现收入 8.49 亿元，同比增长 32.52%，归母净利润 6449 万元，同比下降 4.89%，主要是由于公司费用多在四季度计提，同时四季度双十一活动带来较大费用增长，与此同时中优并表对销售费用继续带来大幅增长。

图表 7: 鱼跃医疗分季度财务数据 (百万元)

	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q
营业收入	726.94	701.53	571.02	633.11	901.86	959.46	831.19	849.05	1,041.55
营收同比增长	35.71%	26.16%	5.40%	34.63%	24.06%	36.77%	45.56%	32.52%	15.49%
营收环比增长	54.59%	-3.50%	-18.60%	10.87%	42.45%	6.39%	-13.37%	2.15%	22.67%
营业成本	429.53	415.56	353.28	415.62	527.29	555.91	493.27	560.40	608.16
营业费用	32.16	44.19	45.83	80.61	74.19	93.62	87.48	144.47	88.61
管理费用	72.68	57.57	58.03	86.58	64.86	59.24	95.66	126.27	64.82
财务费用	3.12	-5.23	-4.49	-11.20	-1.65	0.17	2.89	10.42	11.50
营业利润	162.06	193.49	109.89	75.20	214.64	249.66	171.44	47.25	254.02
利润总额	166.30	226.70	119.65	59.85	223.57	257.43	176.60	62.61	260.26
所得税	23.69	36.61	18.71	-8.09	32.07	37.62	25.99	-3.01	36.41
归母净利润	142.47	188.94	100.60	68.24	185.73	212.40	129.41	64.49	213.68

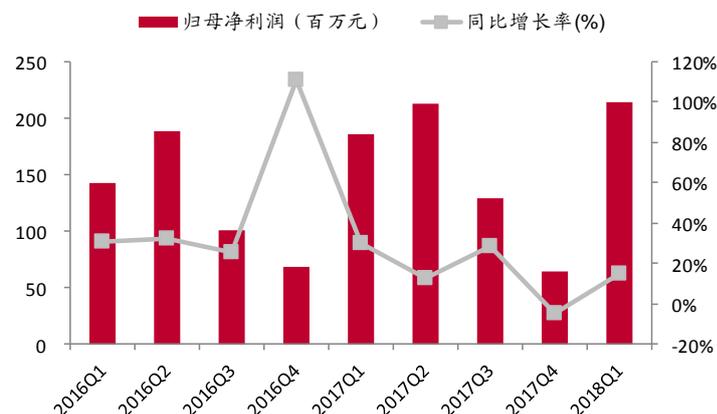
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 鱼跃医疗分季度营业收入变化



来源: wind, 中泰证券研究所

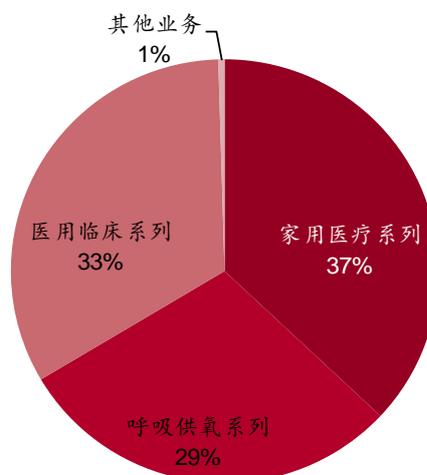
图表 9: 鱼跃医疗分季度归母净利润变化



来源: wind, 中泰证券研究所

- 电商保持 50% 以上快速增长，带动制氧机、血压计等核心产品持续稳定增长。**2017 年家用器械实现收入 13.10 亿元，同比增长 26.55%。其中制氧机预计继续保持近 20% 增长，血糖仪、电子血压计等核心产品的增速均在 30% 以上，新品呼吸机、额温枪等也借助电商平台进一步放量，2018 年一季度延续了 2017 年的增长趋势，未来在消费升级的大趋势下，随着电子轮椅、睡眠呼吸机等高端产品进一步放量，公司家用器械业务有望保持 20% 左右稳定增长。

图表 10: 公司各项业务收入占比情况



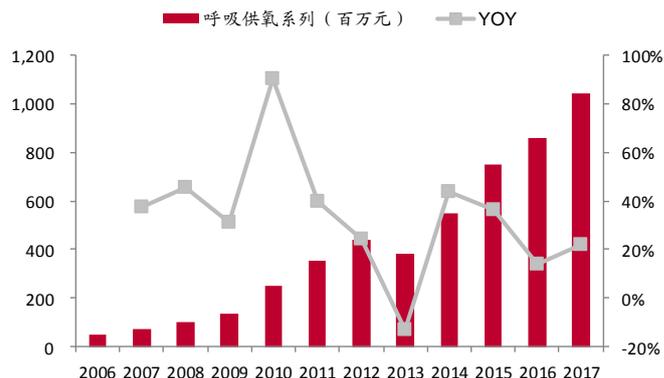
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 公司家用医疗类业务情况



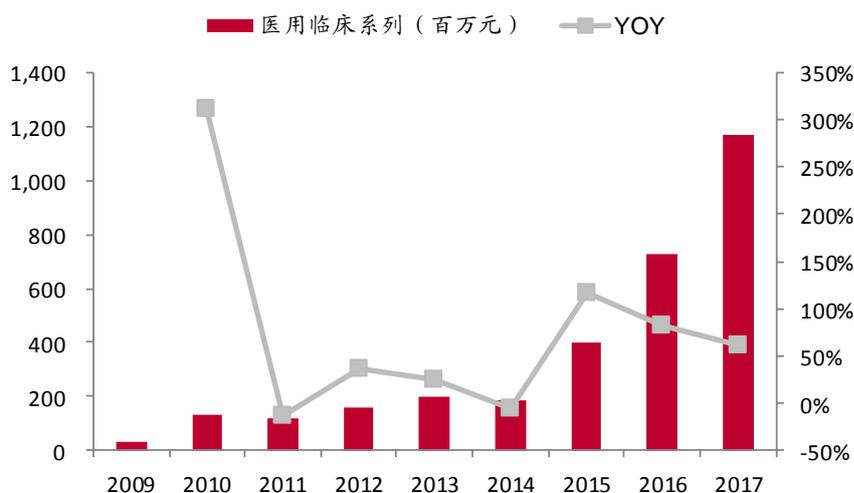
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 公司呼吸供氧类业务情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司自 2009 年开始进入医用临床领域, 通过并购获得针灸针等产品, 由于产品单一, 2014 年以前一直维持在 10-15%左右的收入占比, 2015 年开始, 公司通过收购上械集团、中优医药、德国 Metrax GmbH 和优科骨科, 参股 Amsino, 进一步提升临床领域的产品协同和整体竞争力。
- 2017 年公司医用临床业务实现收入 11.71 亿元, 同比增长 59.01%, 其中上械实现营业收入 5.90 亿元, 净利润 7010 万元, 净利率由 2016 年的 7.09% 提高到 11.87%; 中优医药实现营业收入 4.19 亿元, 净利润 9022 万元, 净利率达到 21.52%, 整合效果显著

图表 13: 公司医用临床系列收入情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 鱼跃医疗子公司经营状况

子公司	持有比例		2012	2013	2014	2015	2016	2017
上械集团	100%	收入	746.84	637.63	588.98 (预计)	598.62	590.32	
		YOY		-14.62%	-7.63%	1.64%	-1.39%	
		利润	72.45	-34.7	46.1 (预计)	42.42	70.10	
鱼跃信息 (软件开发)	100%	收入	30.1	13.86	20.41	25.89	105.25	119.27
		YOY		-53.95%	47.26%	26.85%	306.53%	13.32%
		利润	16.02	9.81	17.63	22.63	95.07	108.35
中优医药	61.62%	收入	251.41	282.73		330 (预计)	419.2	
		YOY		12.46%				
		利润	26.07	50.98			90.22	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **产品推广不达预期风险。**公司产品价格处于国产和进口之间, 同时部分新品种比如睡眠呼吸机、电动轮椅等渗透率较低, 可能存在市场推广不急预期的风险。
- **外延并购整合不大预期风险。**公司当前采用内生+外延的战略, 近年来并购次数增多, 可能存在整合失败或不达预期的风险, 对未来业绩带来影响。

图表 15: 鱼跃医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4106	4837	5458	6130	营业收入	3542	4212	5014	5942
现金	2053	2439	2678	2766	营业成本	2137	2566	3076	3660
应收账款	754	922	1071	1276	营业税金及附加	35	42	49	59
其他应收款	83	111	124	148	营业费用	400	455	526	612
预付账款	225	202	247	323	管理费用	346	396	461	535
存货	633	719	830	1033	财务费用	12	-26	-31	-33
其他流动资产	358	443	507	586	资产减值损失	17	17	17	17
非流动资产	2523	2644	2698	2789	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	108	108	108	108	投资净收益	49	50	50	50
固定资产	563	636	650	628	营业利润	683	813	965	1143
无形资产	614	782	893	1049	营业外收入	40	40	40	40
其他非流动资产	1237	1119	1047	1004	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	6629	7481	8155	8919	利润总额	720	850	1002	1180
流动负债	824	986	1102	1236	所得税	93	109	129	152
短期借款	50	50	50	50	净利润	628	741	873	1028
应付账款	424	554	648	763	少数股东损益	36	42	49	58
其他流动负债	350	382	404	424	归属母公司净利润	592	699	823	970
非流动负债	234	183	218	232	EBITDA	785	868	1026	1208
长期借款	0	10	20	30	EPS (元)	0.59	0.70	0.82	0.97
其他非流动负债	234	173	198	202					
负债合计	1058	1169	1320	1468	主要财务比率				
少数股东权益	330	372	421	479	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	1002	1002	1002	1002	成长能力				
资本公积	2128	2128	2128	2128	营业收入	34.1%	18.9%	19.0%	18.5%
留存收益	2101	2809	3283	3841	营业利润	26.2%	19.0%	18.6%	18.5%
归属母公司股东权益	5241	5940	6414	6972	归属于母公司净利润	18.4%	18.1%	17.8%	17.8%
负债和股东权益	6629	7481	8155	8919	获利能力				
					毛利率 (%)	39.7%	39.1%	38.6%	38.4%
					净利率 (%)	16.7%	16.6%	16.4%	16.3%
					ROE (%)	11.3%	11.8%	12.8%	13.9%
					ROIC (%)	16.5%	17.2%	18.9%	20.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	16.0%	15.6%	16.2%	16.5%
					净负债比率 (%)	14.18%	13.68%	12.88%	12.26%
					流动比率	4.98	4.90	4.95	4.96
					速动比率	4.19	4.15	4.18	4.10
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.60	0.64	0.70
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	5.50	5.25	5.11	5.19
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.59	0.70	0.82	0.97
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.50	0.64	0.59
					每股净资产 (最新摊薄)	5.23	5.93	6.40	6.95
					估值比率				
					P/E	37.61	31.86	27.04	22.96
					P/B	4.25	3.75	3.47	3.19
					EV/EBITDA	26	24	20	17

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。