

鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物

——费用拉低业绩 主营稳健增长

事件:

公司发布2017年年报和2018年一季报: 2017年实现收入35.42亿元, 同比增长34.14%; 归母净利润为5.92亿元, 同比增长18.45%; 每股EPS为0.59元。每10股派发现金1.50元(含税), 不转增不送股。2018年一季度实现收入10.42亿元, 同比增长15.49%; 归母净利润为2.14亿元, 同比增长15.05%; 每股EPS为0.21元。预计2018年中期业绩增长0%-30%。

投资要点:

➤ 主营业务持续稳健增长。

2017年分产品类别来看, 家用医疗系列实现收入13.10亿元, 同比增长26.55%, 我们预计电子血压计、雾化器和血糖仪及试纸这些核心产品继续保持快速增长, 其中电商业务继续保持50%以上增速。医用呼吸及供氧实现收入10.43亿元, 同比增长21.72%, 预计制氧机保持20%增速, 超过8亿元收入, 新品呼吸机进一步放量。而医用临床系列实现收入11.71亿元, 同比增长33.07%, 其中新并表上海中优收入4.19亿元, 扣除后实现收入7.52亿元, 同比增长3.16%, 低于我们之前预期, 主要是上械集团收入略微下滑, 2017年为5.90亿元, 我们认为这与上海卫生材料厂改造停产有关。2018年一季度收入增长15.49%, 相比较17年扣除并表内生增长18.26%来看, 有所放缓, 但依然保持了稳健增长势头, 考虑到核心产品的竞争优势, 预计未来内生增速依然在15%左右。

➤ 毛利率有所提高, 期间费用拉低公司业绩表现。

2017年公司综合毛利率为39.66%, 同比提高0.97个百分点, 主要是中优并表使得医用临床毛利率为41.50%, 同比提高7.26个百分点所致。而家用系列和医用供氧及呼吸系列毛利率分别为31.61%和47.84%, 分别同比下降了1.72和1.01个百分点, 主要与毛利较低的电商占比提高和原材料价格提高有关。2018年一季度毛利率为41.61%, 同比提高0.08个百分点, 我们认为随着医用临床的整合效应占比有望进一步提高, 整体毛利率维持上升态势。不过2017年公司期间费用增长较快使得整体业绩低于我们之前预期, 总体费用率为21.39%, 同比提高3.82个百分点, 主要是销售费用和财务费用增长较多, 原因是销售推广力度加大和汇兑损失有关。2018年一季度期间费用为15.84%, 同比提高0.6个百分点。

➤ 产品线持续扩大保证公司广阔的发展空间。

公司不断研发新产品来保证家用和供氧系列的竞争优势, 如2017年公司的新品医用电子血压计和双水平呼吸机已经完成量产, 压缩雾化器启动量产, 而轻型电动轮椅已经上市销售。另外医用临床方面则主要通过收购方

投资建议:

推荐

上次建议:

推荐

当前价格:

22.21元

目标价格:

元

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本/流通股本(百万股) | 1,002/855 |
| 流通A股市值(百万元) | 18,992 |
| 每股净资产(元) | 5.44 |
| 资产负债率(%) | 15.50 |
| 一年内最高/最低(元) | 24.94/18.02 |

一年内股价相对走势



周静

分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-52857985

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》
《费用影响业绩 看好长期发展》
- 2、《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》
《收入持续增长 业绩略低预期》
- 3、《鱼跃医疗 (002223) \ 医药生物行业》
《收入稳定增长 业绩持续加速》

式来不断扩充产品线，如手术器械方面的上械集团、卫生消毒系列的上海中优和 AED 领域的德国 Metrax GmbH 公司，使得竞争力不断增强，而接下来各子公司间的整合效应和可能的外延收购都将进一步增强公司的实力，我们认为这些产品线的持续扩充都为公司的发展打开了广阔的空间。

➤ **维持“推荐”评级。**

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.68 元、0.81 元和 0.93 元，目前估值水平略低，考虑到医用临川整合效应和核心产品的稳定增长以及新产品的有序补充，我们看好公司的长期发展，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

产品推广不达预期；费用增长快于预期；原材料价格上涨大于预期等。

| 财务数据和估值 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 2632.59 | 3541.56 | 4205.25 | 4897.02 | 5589.94 |
| 增长率（%） | 25.14% | 34.53% | 18.74% | 16.45% | 14.15% |
| EBITDA（百万元） | 639.62 | 766.16 | 984.12 | 1113.32 | 1273.36 |
| 净利润（百万元） | 500.26 | 592.03 | 684.64 | 808.53 | 935.35 |
| 增长率（%） | 37.30% | 18.45% | 15.64% | 18.10% | 15.68% |
| EPS（元/股） | 0.50 | 0.59 | 0.68 | 0.81 | 0.93 |
| 市盈率（P/E） | 44.51 | 37.61 | 32.52 | 27.54 | 23.80 |
| 市净率（P/B） | 4.53 | 4.25 | 3.76 | 3.31 | 2.90 |
| EV/EBITDA | 20.73 | 27.99 | 21.75 | 19.59 | 16.78 |

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 2,158.93 | 1,800.02 | 1,917.58 | 1,616.08 | 2,098.86 | 营业收入 | 2,632.59 | 3,541.56 | 4,205.25 | 4,897.02 | 5,589.94 |
| 应收账款+票据 | 855.44 | 1,144.28 | 1,431.68 | 2,127.58 | 2,200.12 | 营业成本 | 1,614.00 | 2,136.87 | 2,523.15 | 2,933.31 | 3,345.58 |
| 预付账款 | 91.07 | 225.21 | 300.00 | 400.00 | 500.00 | 营业税金及附加 | 31.74 | 34.93 | 42.89 | 49.95 | 57.02 |
| 存货 | 380.33 | 632.50 | 695.47 | 808.79 | 864.00 | 营业费用 | 202.79 | 399.77 | 477.30 | 587.64 | 670.79 |
| 其他 | 936.64 | 50.57 | 20.00 | 20.00 | 10.00 | 管理费用 | 274.86 | 346.02 | 357.45 | 406.45 | 447.20 |
| 流动资产合计 | 4,422.41 | 3,852.58 | 4,364.73 | 4,972.45 | 5,672.98 | 财务费用 | -17.80 | 11.84 | 14.99 | 23.82 | 33.50 |
| 长期股权投资 | 33.30 | 107.58 | 107.58 | 107.58 | 107.58 | 资产减值损失 | 9.22 | 16.56 | 10.00 | 5.00 | 5.00 |
| 固定资产 | 446.27 | 563.25 | 1,137.14 | 1,408.42 | 1,686.36 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 在建工程 | 67.13 | 318.61 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | -0.49 | 12.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 409.73 | 614.47 | 547.63 | 480.79 | 413.96 | 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 184.09 | 882.31 | 919.17 | 961.06 | 1,052.96 | 营业利润 | 517.29 | 682.98 | 779.47 | 890.84 | 1,030.86 |
| 非流动资产合计 | 1,140.53 | 2,486.21 | 2,711.52 | 2,957.87 | 3,260.86 | 营业外净收益 | 55.22 | 37.22 | 50.00 | 50.00 | 50.00 |
| 资产总计 | 5,807.43 | 6,628.61 | 7,076.25 | 7,930.31 | 8,933.84 | 利润总额 | 572.51 | 720.20 | 829.47 | 940.84 | 1,080.86 |
| 短期借款 | 52.85 | 50.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 所得税 | 70.93 | 92.66 | 107.83 | 122.31 | 140.51 |
| 应付账款+票据 | 352.55 | 423.76 | 485.48 | 526.01 | 589.19 | 净利润 | 501.59 | 627.54 | 721.64 | 818.53 | 940.35 |
| 其他 | 180.01 | 270.90 | 275.00 | 270.00 | 270.00 | 少数股东损益 | 1.33 | 35.51 | 37.00 | 10.00 | 5.00 |
| 流动负债合计 | 585.42 | 744.66 | 760.48 | 796.01 | 859.19 | 归属于母公司净利润 | 500.26 | 592.03 | 684.64 | 808.53 | 935.35 |
| 长期带息负债 | 50.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 长期应付款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 50.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | | | | |
| 负债合计 | 635.42 | 744.66 | 760.48 | 796.01 | 859.19 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 21.54 | 329.93 | 366.93 | 376.93 | 381.93 | | | | | | |
| 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 | 1,781.73 | 2,110.03 | 2,794.67 | 3,603.21 | 4,538.55 | | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,931.16 | 5,570.88 | 6,292.52 | 7,111.05 | 8,051.40 | | | | | | |
| 负债和股东权益总计 | 5,807.43 | 6,628.61 | 7,076.25 | 7,930.31 | 8,933.84 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 478.65 | 573.25 | 678.14 | 775.03 | 896.85 |
| 折旧摊销 | 69.02 | 89.84 | 159.66 | 178.66 | 199.01 |
| 财务费用 | -9.02 | 22.42 | -5.01 | -6.18 | -6.50 |
| 存货减少 | 21.77 | -261.90 | -62.97 | -113.32 | -55.20 |
| 营运资金变动 | 113.63 | -179.38 | -265.80 | -760.37 | -99.37 |
| 其它 | -12.96 | 15.17 | 10.00 | 5.00 | 5.00 |
| 经营活动现金流 | 661.10 | 259.39 | 514.03 | 78.81 | 939.78 |
| 资本支出 | 76.18 | 489.99 | 350.00 | 380.00 | 407.00 |
| 长期投资 | 968.39 | 5,596.09 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 54.95 | 5,664.36 | -1.47 | -6.50 | -56.50 |
| 投资活动现金流 | -989.62 | -421.72 | -351.47 | -386.50 | -463.50 |
| 债权融资 | -114.85 | 36.50 | -50.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 2,530.47 | 143.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -240.43 | -271.80 | 5.01 | 6.18 | 6.50 |
| 筹资活动现金流 | 2,175.19 | -91.92 | -44.99 | 6.18 | 6.50 |
| 现金净增加额 | 1,862.21 | -269.20 | 117.56 | -301.51 | 482.78 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 25.14% | 34.53% | 18.74% | 16.45% | 14.15% |
| EBIT | 36.86% | 18.53% | 21.90% | 13.37% | 14.95% |
| EBITDA | 34.41% | 19.78% | 28.45% | 13.13% | 14.38% |
| 归属于母公司净利润 | 22.67% | 18.35% | 15.64% | 18.10% | 15.68% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 38.69% | 39.66% | 40.00% | 40.10% | 40.15% |
| 净利率 | 19.05% | 16.91% | 17.16% | 16.71% | 16.82% |
| ROE | 10.19% | 11.30% | 11.55% | 12.01% | 12.20% |
| ROIC | 20.77% | 16.91% | 15.23% | 15.19% | 14.20% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债 | 11.42% | 11.75% | 10.75% | 10.04% | 9.62% |
| 流动比率 | 7.55 | 5.17 | 5.74 | 6.25 | 6.60 |
| 速动比率 | 5.30 | 4.26 | 4.80 | 5.21 | 5.59 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.33 | 3.34 | 3.13 | 2.41 | 2.66 |
| 存货周转率 | 4.24 | 3.38 | 3.63 | 3.63 | 3.87 |
| 总资产周转率 | 0.47 | 0.56 | 0.59 | 0.62 | 0.63 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.50 | 0.59 | 0.68 | 0.81 | 0.93 |
| 每股经营现金流 | 0.66 | 0.26 | 0.51 | 0.08 | 0.94 |
| 每股净资产 | 4.90 | 5.23 | 5.91 | 6.72 | 7.65 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 44.51 | 37.61 | 32.52 | 27.54 | 23.80 |
| 市净率 | 4.53 | 4.25 | 3.76 | 3.31 | 2.90 |
| EV/EBITDA | 20.73 | 27.99 | 21.75 | 19.59 | 16.78 |
| EV/EBIT | 23.24 | 31.71 | 25.96 | 23.33 | 19.89 |

数据来源: 公司公告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

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

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

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 张杰甫 | 0755-82556064 |