

证券研究报告

公司研究——年报点评

鱼跃医疗 (002223.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.10.23

李丹 分析师

执业编号: S1500518010001

联系电话: +86 10 83326735

邮箱: lidan@cindasc.com

李沁 分析师

执业编号: S1500517120001

联系电话: +86 10 83326716

邮箱: liqin@cindasc.com

相关研究

《加强资源整合共享 不断提升综合竞争能力》

17.04.24

《医疗器械平台型公司龙头 电商平台稳居同行首位》17.08.23

《第三季度业绩较快增长 参设医疗产业基金布局大健康产业》17.10.23

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

核心板块稳定增长 电商渠道表现优异

2018年4月25日

事件: 2018年4月21日, 鱼跃医疗发布2017年年报和2018年一季报。2017年1-12月公司实现营业总收入35.42亿元, 同比增长34.14%, 实现归属上市公司股东净利润5.92亿元, 同比增长18.45%; 基本每股收益0.59元。2018年1-3月公司实现营业总收入10.42亿元, 同比增长15.49%, 实现归属上市公司股东净利润2.14亿元, 同比增长15.05%; 基本每股收益0.21元。

点评:

- **国内医疗器械高速增长, 上海中优并表增厚业绩。**根据CFDA数据, 2011-2016年中国医疗技术与医疗器械行业收入的年平均复合增长率高达20.7%, 远高于全球3%左右的年平均复合增长率, 2017年医疗器械市场延续了近几年的高增长趋势。2016年中国医疗器械市场规模约3,700亿元, 中国医药物资协会预计2018年市场规模将达到6,000亿左右。2017年公司营业收入同比增加34.14%, 其中上海中优营业收入4.19亿元, 同比增长29.33%。同时, 公司完成了对德国Metrax GmbH公司100%股权收购, 将拥有40多年历史的世界一流的AED品牌(普美康PRIMEDIC)收归麾下。
- **公司核心板块稳居同行首位, 电商板块表现优异。**在内生性成长和外延式收购的共同促进下, 公司营业收入增长较快, 各核心版块保持良好发展, 其中家用板块、医用临床和呼吸供氧板块分别同比增长27%、59%和22%。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。核心产品制氧机、电子血压计、雾化器、血糖仪及试纸、中医器械等核心产品继续保持良好增长, 新品呼吸机、额温枪等借助电商平台进一步放量。
- **加强新品研发和推广, 全面升级营销系统。**2018年, 公司将依托德国、南京、苏州、上海等几大研发中心, 以家用医疗器械和医用耗材产品及核心技术为研究方向, 以增加公司产品大类, 提高产品性能及降本增效为目标, 推进新型制氧机、新型电子血压计、新型雾化器、二代呼吸机及26G留置针等的规模化生产与上市导入, 推进脉搏波电子血压计、雾化杯、呼吸面罩等产品的研发工作, 开启德国子公司PRIMEDIC的AED产品国产化进程。同时在家用医疗板块, 加强线上线下业务融合, 新增3C电器大卖场、精品百货等非医疗器械传统终端渠道直营店; 在临床板块, 加大新产品的导入及各临床板块的资源共享。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司2018-2020年归属母公司净利润分别为7.17、8.77、10.57亿元, 按照最新股本计算, 对应的每股收益分别为0.72元、0.88元和1.05元。我们看好公司未来能够继续拓宽医院渠道、加快电商布局、深化线

下渠道等发展，市场占有率有望进一步提升，维持“买入”评级。

- **风险因素：**外延式扩张不及预期；国内医疗器械市场格局不断变化带来的竞争；传统产品增长放缓带来快速增长的压力；并购标的运营不达预期带来的商誉减值风险。

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,632.59	3,541.56	4,321.59	5,128.52	5,997.05
增长率 YoY %	25.14%	34.53%	22.03%	18.67%	16.94%
归属母公司净利润(百万元)	500.26	592.03	717.38	877.40	1,056.60
增长率 YoY%	37.30%	18.35%	21.17%	22.31%	20.42%
毛利率%	38.69%	39.66%	39.35%	39.31%	39.61%
净资产收益率 ROE%	14.24%	11.66%	13.28%	14.81%	15.68%
EPS (摊薄) 元	0.50	0.59	0.72	0.88	1.05
市盈率 P/E(倍)	40	34	28	23	19
市净率 P/B(倍)	4.07	3.81	3.59	3.17	2.77

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年4月24日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4,633.89	4,105.95	4,802.64	5,650.08	6,682.98
货币资金	2,339.45	2,053.39	2,321.91	2,730.25	3,298.62
应收票据	236.79	307.74	375.52	445.64	521.11
应收账款	553.54	753.58	919.56	1,091.26	1,276.07
预付账款	91.07	225.21	276.25	328.06	381.69
存货	380.33	632.50	775.86	921.35	1,071.97
其他	1,032.71	133.52	133.52	133.52	133.52
非流动资产	1,173.54	2,522.66	2,249.90	2,261.18	2,272.82
长期投资	33.30	107.58	107.58	107.58	107.58
固定资产	446.27	563.25	585.07	601.99	625.03
无形资产	409.73	614.47	541.92	523.30	504.77
其他	284.24	1,237.36	1,015.32	1,028.31	1,035.43
资产总计	5,807.43	6,628.61	7,052.54	7,911.26	8,955.80
流动负债	638.17	824.16	949.02	1,076.31	1,209.31
短期借款	52.85	50.00	50.00	50.00	50.00
应付账款	352.55	423.76	519.81	617.28	718.19
其他	232.77	350.40	379.21	409.03	441.11
非流动负债	238.11	233.57	210.32	210.32	210.32
长期借款	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	188.11	233.57	210.32	210.32	210.32
负债合计	876.28	1,057.73	1,159.35	1,286.63	1,419.63
少数股东权益	21.54	329.93	333.54	337.95	343.26
归属母公司股东权益	4,909.62	5,240.95	5,559.65	6,286.68	7,192.91
负债和股东权益	5807.43	6628.61	7052.54	7911.26	8955.80

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,632.59	3,541.56	4,321.59	5,128.52	5,997.05
同比	25.14%	34.53%	22.03%	18.67%	16.94%
归属母公司净利润	500.26	592.03	717.38	877.40	1,056.60
同比	37.30%	18.35%	21.17%	22.31%	20.42%
毛利率	38.69%	39.66%	39.35%	39.31%	39.61%
ROE	14.24%	11.66%	13.28%	14.81%	15.68%
EPS(摊薄)元	0.50	0.59	0.72	0.88	1.05
P/E	40	34	28	23	19
P/B	4.07	3.81	3.59	3.17	2.77
EV/EBITDA	21.20	24.16	22.54	18.53	15.55

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,632.59	3,541.56	4,321.59	5,128.52	5,997.05
营业成本	1,614.00	2,136.87	2,621.21	3,112.72	3,621.57
营业税金及附加	31.74	34.93	43.22	51.29	59.97
营业费用	202.79	399.77	475.38	533.37	617.70
管理费用	274.86	346.02	423.52	497.47	569.72
财务费用	-17.80	11.84	-10.18	-11.88	-14.50
资产减值损失	9.22	16.56	17.53	21.46	19.27
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	24.89	32.42	35.56
营业利润	540.64	682.98	775.83	956.53	1,158.89
营业外收入	34.36	39.96	37.40	37.40	37.40
营业外支出	2.49	2.73	3.13	3.13	3.13
利润总额	572.51	720.20	810.10	990.80	1,193.16
所得税	70.93	92.66	89.11	108.99	131.25
净利润	501.59	627.54	720.99	881.81	1,061.91
少数股东损益	1.33	35.51	3.60	4.41	5.31
归属母公司净利润	500.26	592.03	717.38	877.40	1,056.60
EBITDA	632.52	832.46	892.33	1,085.23	1,293.52
EPS	0.75	0.59	0.72	0.88	1.05

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	676.98	242.10	472.85	629.39	792.81
净利润	501.59	627.54	720.99	881.81	1,061.91
折旧摊销	69.02	89.84	79.23	91.43	97.35
财务费用	-9.02	22.42	3.00	3.00	3.00
投资损失	-22.87	-48.98	-24.89	-32.42	-35.56
营运资金变动	135.40	-441.28	-320.82	-333.28	-350.80
其它	2.85	-7.44	15.35	18.84	16.90
投资活动现金流	-989.62	-421.72	-50.96	-67.69	-71.06
资本支出	-75.63	-489.36	-75.85	-100.10	-106.62
长期投资	28.40	4,727.89	24.89	32.42	35.56
其他	-942.39	-4,660.25	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,175.19	-91.92	-153.37	-153.37	-153.37
吸收投资	2,530.47	143.38	0.00	0.00	0.00
借款	-114.85	36.50	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	240.43	271.80	153.37	153.37	153.37
现金净增加额	1878.09	-286.49	268.52	408.33	568.38

研究团队简介

李丹，分析师。研究领域覆盖家电、轻工、零售、纺织服装、食品饮料等。毕业于伦敦政治经济学院，获得市场营销学以及信息系统学的双硕士学位。曾任职于 Samsung Group、The European House-Ambrosetti，负责国内消费品公司的品牌和营销战略规划，以及海外公司进入中国市场的战略规划和执行。在企业竞争力、品牌价值、零售管理、公司管控、消费行为研究等领域有丰富经验。

李沁，分析师。英国纽卡斯尔大学理学硕士，1年财务会计工作经验。2015年7月加盟信达证券研究开发中心，从事过一年有色金属行业研究，现从事消费领域研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。