



线下销售改革效果显著，线上平台同比增速超 60%

2018.08.10

强烈推荐 (维持)

唐爱金(分析师)
电话: 020-88836115
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001

现价: 18.37
目标价: 25
股价空间: 36%

医药生物行业

事件:

2018年8月10日，公司发布2018年半年度报告，报告期内实现营收22.23亿元，同比增长19.44%；实现归母净利润4.70亿元，同比增长18.04%；扣非后归母净利润约4.47亿元，同比增长15.93%；由于非经常性损益会计口径有所变更，如以同一口径计算，扣非后归母净利润增长19.98%，符合业绩预期。

点评:

- **销售改革效果显著，二季度营收同比增长 23.15%，经营活动现金流同比增长 201.15%:**

由于今年公司对销售体系进行调整，一季度营收增速明显放缓，仅为15.49%。二季度收入端增速回暖，二季度实现营收11.82亿元，同比增长23.15%；归母净利润2.56亿元，同比增长20.65%。上半年销售费用率和管理费用率分别为8.68%和6.21%，同比下降0.34和0.46个百分点，预计随着销售改革效果逐渐显现，公司营收和费用情况有望逐季改善。由于销售规模增大、资金回笼率提高，因此经营活动现金流增长表现突出，2018年上半年产生现金流量净额1.97亿元，同比增长201.15%。

- **电商平台业绩同比增速超 60%，公司整体毛利率同比下降 1.24 个百分点:**

自2013年公司大力发展电商业务以来，电商平台发展迅猛，营收同比增速均在50%以上，成为公司内生性增长的主要驱动力。2018H1电商平台业绩依旧亮眼，同比增速超60%，其中家用医疗板块实现营收8.13亿元，同比增速31.98%。由于营收占比持续增加的电商业务的毛利率较低、产品原材料价格进一步上涨，2018年上半年公司毛利率降至40.43%，同比下降1.24个百分点。

- **中优医药营收增速加速，医用临床板块增速放缓:**

中优医药上半年实现营收2.32亿元，同比增长34.24%；净利润0.40亿元，同比增长31.38%。随着中优医药产能的释放，盈利能力的提升，有望进一步带动公司业绩释放。上械集团上半年实现营收2.81亿元，同比下降10.06%；净利润0.20亿元，同比下降54.30%。由于上械集团收入下滑、以及统计口径变更的原因，上半年医用临床板块营收增速仅为1.80%。

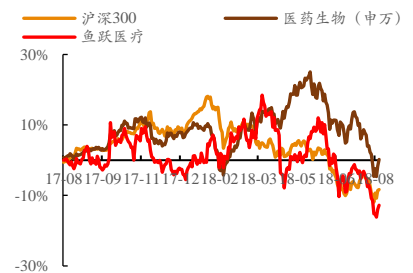
- **盈利预测与估值:**

根据现有业务，不考虑并购，我们预测公司18-20年EPS分别为0.70、0.85、1.00元，对应28、23、20倍PE，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示:** 产品销售推广不达预期；并购标的运营不达预期；在研产品上市进度不达预期；传统产品增速放缓带来业绩压力。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3541.56	4240.61	5048.29	5958.15
同比(%)	34.53%	19.74%	19.05%	18.02%
归属母公司净利润	592.03	705.50	849.61	1005.83
同比(%)	18.35%	19.17%	20.43%	18.39%
每股收益(元)	0.59	0.70	0.85	1.00
P/E	31.11	26.10	21.68	18.31
P/B	3.52	3.18	2.84	2.51
EV/EBITDA	4.22	18.03	14.66	12.13

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	-9.37	-2.65	-2.06
医药生物	-8.75	-15.66	4.66
沪深300	-1.80	-12.05	-11.34

基本资料

总市值(亿元)	181.35
总股本(亿股)	10.02
流通股比例	85.30%
资产负债率	20.61%
大股东	鱼跃科技
大股东持股比例	26.53%

相关报告

广证恒生-鱼跃医疗(002223) - “并购+渠道”破除行业天花板，海阔凭鱼跃时代到来 - 2018.8.3



附录：公司财务预测表

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	4105.95	4648.86	5380.95	6289.99	营业收入	3541.56	4240.61	5048.29	5958.15
现金	2053.39	2259.50	2548.66	2950.11	营业成本	2136.87	2578.51	3102.91	3702.31
应收账款	753.58	896.99	1071.01	1262.16	营业税金及附加	34.93	44.01	52.40	61.84
其它应收款	82.95	102.10	119.90	142.48	营业费用	399.77	469.10	547.28	633.00
预付账款	225.21	203.29	248.91	326.36	管理费用	346.02	372.89	399.52	424.37
存货	632.50	740.81	882.18	1021.14	财务费用	11.84	-24.45	-28.66	-33.84
其他	358.32	446.17	510.29	587.73	资产减值损失	16.56	14.39	19.47	23.69
非流动资产	2522.66	2644.43	2798.30	2939.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	107.58	107.58	107.58	107.58	投资净收益	48.98	35.92	42.45	39.19
固定资产	563.25	787.08	927.85	1019.67	营业利润	682.98	822.07	997.83	1185.97
无形资产	614.47	714.86	836.45	972.97	营业外收入	39.96	36.96	37.09	38.00
其他	1237.36	1034.91	926.42	838.89	营业外支出	2.73	3.13	2.79	2.88
资产总计	6628.61	7293.30	8179.26	9229.11	利润总额	720.20	855.90	1032.13	1221.09
流动负债	824.16	959.17	1069.80	1202.16	所得税	92.66	108.08	131.56	154.92
短期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	净利润	627.54	747.82	900.57	1066.17
应付账款	423.76	485.78	555.34	629.49	少数股东损益	35.51	42.32	50.96	60.33
其他	350.40	423.39	464.46	522.67	归属母公司净利润	592.03	705.50	849.61	1005.83
非流动负债	233.57	175.15	200.27	201.97	EBITDA	782.24	922.43	1119.63	1324.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.59	0.70	0.85	1.00
其他	233.57	175.15	200.27	201.97					
负债合计	1057.73	1134.31	1270.08	1404.13					
少数股东权益	329.93	372.25	423.22	483.55					
股本	1002.48	1002.48	1002.48	1002.48					
资本公积	2128.44	2128.44	2128.44	2128.44					
留存收益	2100.68	2655.81	3355.05	4210.51					
归属母公司股东权益	5231.60	5786.73	6485.97	7341.43					
负债和股东权益	6628.61	7293.30	8179.26	9229.11					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	249.79	563.17	617.45	773.48
净利润	627.54	705.50	849.61	1005.83
折旧摊销	89.84	90.97	116.16	137.29
财务费用	11.84	-24.45	-28.66	-33.84
投资损失	-48.98	-35.92	-42.45	-39.19
营运资金变动	-441.28	-146.24	-352.38	-358.17
其它	10.83	-26.70	75.17	61.56
投资活动现金流	-421.72	-181.13	-231.58	-243.00
资本支出	-489.99	-155.93	-182.43	-166.97
长期投资	-878.00	-10.15	-11.22	-12.39
其他	946.27	-15.06	-37.93	-63.64
筹资活动现金流	-91.92	-175.92	-96.71	-129.03
短期借款	-2.85	0.00	0.00	0.00
长期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	334.16	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-331.13	0.00	0.00	0.00
其他	-42.10	-175.92	-96.71	-129.03
现金净增加额	-263.85	206.11	289.16	401.45

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	34.53%	19.74%	19.05%	18.02%
营业利润增长率	26.33%	20.37%	21.38%	18.85%
归属于母公司净利润增长	18.35%	19.17%	20.43%	18.39%
获利能力				
毛利率	39.66%	39.19%	38.54%	37.86%
净利率	17.72%	17.63%	17.84%	17.89%
ROE	11.27%	12.03%	13.00%	13.65%
ROIC	11.21%	12.34%	13.24%	13.91%
偿债能力				
资产负债率	15.96%	15.55%	15.53%	15.21%
净负债比率	14.18%	8.82%	9.84%	8.01%
流动比率	4.98	4.85	5.03	5.23
速动比率	4.21	4.07	4.21	4.38
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.68
应收账款周转率	5.42	5.14	5.13	5.11
应付账款周转率	5.51	5.67	5.96	6.25
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.70	0.85	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.56	0.62	0.77
每股净资产(最新摊薄)	5.22	5.77	6.47	7.32
估值比率				
P/E	31.11	26.10	21.68	18.31
P/B	3.52	3.18	2.84	2.51
EV/EBITDA	4.22	18.03	14.66	12.13

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话：020-88836132, 020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。