

# 鱼跃医疗 (002223)

证券研究报告

2018年08月14日

## 上半年产品多点开花，电商平台实现高速增长

### 业绩稳健增长，电商平台、核心产品拉高业绩

公司报告期内营业总收入 22.23 亿元，同比增长 19.44%；归母净利润 4.70 亿元，同比增长 18.04%；扣非后归母净利润 4.47 亿元，同比增长 15.98%（如以同一口径计算，增速为 19.94%）。公司预计 2018 年 1-9 归母净利润在 5.28 亿~6.86 亿范围，预计同比增长 0%~30%。

家用板块的电商平台业绩成长十分迅速，是该板块业绩增长的主要动力。公司核心产品制氧机、电子血压计、血糖仪及试纸等继续保持较快增长，呼吸机、额温枪等产品依托电商平台进一步放量。具体而言，占营业收入比最大的两项业务：家用医疗产品和医用呼吸及供氧产品收入分别为 8.13 亿和 7.80 亿，占到总收入的比例为 36.57%和 35.11%，较去年同期增长分别为 31.98%和 20.09%。

家电板块电商平台销售表现出快速增长，同比增速 60%以上，但电商平台销售毛利率略低于传统销售渠道，并且公司产品原材料的价格进一步上升，使得公司上半年的毛利率较去年同期下降 1 个 pp 到 40.43%。

报告期内公司期间费用 3.15 亿元，同比增长 8.57%，期间费用率较去年同期有所下降。销售费用和管理费用较去年同期分别增长 15.04%和 11.28%，财务费用因为美元汇率的持续上升产生汇兑收益而大幅减少，整体期间费用率较去年同期的 15.61%下降至今年上半年的 14.18%。

### 积极布局外延并购，打造公司完善产品品类

报告期内以 5.37 亿收购公司中优医药 38.38%的股份，收购后持有中优医药 100%股份，实现公司在医院临床领域的产品品类布局，同时协同其他业务，带动手术器械、美好生活板块的快速发展。

去年完成的对曼吉士 Metrax 收购和对美诺 Amsino Medical 的投资以及报告期内完成的对上海中优的剩余股权收购将丰富公司产品品类，提高风险抵抗能力。公司已拥有产品品类达 550 多种，近万个产品规格，覆盖面广。

### 注重研发团队建设，推出匠心产品体现品牌实力

公司在德国图特林根、中国台北、上海等多地设立有研发中心，实现有效分工的同时资源共享，开发了弥散式制氧机、医用电子血压计、睡眠呼吸机、留置针、电动轮椅、双水平呼吸机等大批新产品。根据公司官网，2018 年 4 月 10 日，鱼跃 BreathCare II 无创呼吸机系列及中央监护系统发布，作为公司在呼吸机上立足消费升级趋势的积极布局。

我们预计公司 18-20 年 EPS 为 0.70、0.83、0.95 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**进口产品开始布局中低端产品挤压市场空间的挑战；成本费用不断上升带来的管理压力；并购后整合情况的风险

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	704.13	829.21	953.21
增长率(%)	37.30	18.35	18.93	17.76	14.95
EPS(元/股)	0.50	0.59	0.70	0.83	0.95
市盈率(P/E)	37.25	31.48	26.47	22.47	19.55
市净率(P/B)	3.80	3.56	3.33	3.07	2.80
市销率(P/S)	7.08	5.26	4.45	3.75	3.22
EV/EBITDA	31.42	24.30	20.63	17.32	14.90

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	18.59 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)	18,636.05
流通 A 股市值(百万元)	15,896.43
每股净资产(元)	5.20
资产负债率(%)	20.61
一年内最高/最低(元)	24.94/17.05

### 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

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《鱼跃医疗-年报点评报告:业绩稳步增长，整体经营稳健》 2018-04-22
- 2 《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
- 3 《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



## 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	1,795.11	2,343.59	2,434.87
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
<b>流动资产合计</b>	<b>4,633.89</b>	<b>4,105.95</b>	<b>4,542.82</b>	<b>5,077.04</b>	<b>5,979.56</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,173.54</b>	<b>2,522.66</b>	<b>2,520.30</b>	<b>2,536.46</b>	<b>2,523.95</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,807.43</b>	<b>6,628.61</b>	<b>7,063.13</b>	<b>7,613.50</b>	<b>8,503.50</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>638.17</b>	<b>824.16</b>	<b>945.27</b>	<b>968.21</b>	<b>1,233.87</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>238.11</b>	<b>233.57</b>	<b>172.96</b>	<b>198.21</b>	<b>201.58</b>
<b>负债合计</b>	<b>876.28</b>	<b>1,057.73</b>	<b>1,118.23</b>	<b>1,166.43</b>	<b>1,435.45</b>
少数股东权益	21.54	329.93	344.89	367.55	401.52
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	4,597.53	5,077.04	5,664.06
其他	(2,457.90)	(2,119.09)	(2,128.44)	(2,128.44)	(2,128.44)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,931.16</b>	<b>5,570.88</b>	<b>5,944.89</b>	<b>6,447.07</b>	<b>7,068.05</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>5,807.43</b>	<b>6,628.61</b>	<b>7,063.13</b>	<b>7,613.50</b>	<b>8,503.50</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	501.59	627.54	704.13	829.21	953.21
折旧摊销	69.02	89.84	47.12	53.26	57.95
财务费用	(9.02)	22.42	(7.76)	(10.26)	(11.84)
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)	15.74	23.04	34.74
<b>经营活动现金流</b>	<b>676.98</b>	<b>242.10</b>	<b>225.10</b>	<b>936.93</b>	<b>456.14</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(989.62)</b>	<b>(421.72)</b>	<b>(35.29)</b>	<b>(55.29)</b>	<b>(25.29)</b>
债权融资	102.85	150.00	40.00	46.67	62.22
股权融资	2,545.81	(0.50)	(0.97)	10.87	12.46
其他	(473.47)	(241.42)	(487.12)	(390.70)	(414.25)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,175.19</b>	<b>(91.92)</b>	<b>(448.10)</b>	<b>(333.16)</b>	<b>(339.57)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>1,862.54</b>	<b>(271.53)</b>	<b>(258.28)</b>	<b>548.48</b>	<b>91.28</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>2,632.59</b>	<b>3,541.56</b>	<b>4,190.98</b>	<b>4,963.36</b>	<b>5,782.31</b>
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	(7.76)	(10.26)	(11.84)
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)
<b>营业利润</b>	<b>540.64</b>	<b>682.98</b>	<b>787.84</b>	<b>912.64</b>	<b>1,062.60</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>572.51</b>	<b>720.20</b>	<b>821.67</b>	<b>946.95</b>	<b>1,097.72</b>
所得税	70.93	92.66	101.79	94.70	109.77
<b>净利润</b>	<b>501.59</b>	<b>627.54</b>	<b>719.87</b>	<b>852.26</b>	<b>987.95</b>
少数股东损益	1.33	35.51	15.74	23.04	34.74
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>500.26</b>	<b>592.03</b>	<b>704.13</b>	<b>829.21</b>	<b>953.21</b>
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
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.14%	34.53%	18.34%	18.43%	16.50%
营业利润	44.02%	26.33%	15.35%	15.84%	16.43%
归属于母公司净利润	37.30%	18.35%	18.93%	17.76%	14.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.69%	39.66%	39.60%	39.50%	38.60%
净利率	19.00%	16.72%	16.80%	16.71%	16.48%
ROE	10.19%	11.30%	12.57%	13.64%	14.30%
ROIC	25.73%	23.67%	19.58%	20.16%	23.65%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	15.09%	15.96%	15.83%	15.32%	16.88%
净负债率	2.32%	-28.11%	-19.27%	-11.12%	-17.31%
流动比率	7.26	4.98	4.81	5.24	4.85
速动比率	6.67	4.21	4.12	4.40	4.07
<b>营运能力</b>					
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	0.68	0.72
<b>每股指标(元)</b>					
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	0.46
每股净资产	4.90	5.23	5.59	6.06	6.65
<b>估值比率</b>					
市盈率	37.25	31.48	26.47	22.47	19.55
市净率	3.80	3.56	3.33	3.07	2.80
EV/EBITDA	31.42	24.30	20.63	17.32	14.90
EV/EBIT	35.15	27.27	21.87	18.35	15.72

### 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