

业绩略超预期，2019年内生增长有望提速

——鱼跃医疗2018年年报点评

年报点评报告

崔文亮(分析师)

010-83561311

cuiwenliang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518120002

● 业绩略超预期，经营性现金流净额同比大幅增长230%

2018年收入41.83亿元(+18.12%)，净利润7.27亿元(+22.82%)，扣非净利润6.42亿元(+25.26%)，经营性现金流净额7.98亿元，同比大幅增长230%，我们判断，公司2018年清理渠道库存，经营质量充分夯实，为2019年轻装上阵增长提速奠定基础。上述经营数据略超出此前披露的业绩快报(净利润7.21亿元，扣非净利润6.37亿元)。毛利率39.83%(+0.17pp)。

分渠道看，线上平台收入增速超过40%，延续此前高增长态势；线下渠道收入增速超过10%，此前销售架构和人员调整效果显现。

分业务看，1) 医用临床线实现收入10.28亿元(+10.28%)，毛利率47.97%(-3.08pp)，其中，上海中优院内消毒与感控业务收入5.24亿元(+25%)，净利润1.21亿元(+35%)(2018年5月完成剩余38.3775%股权收购)，苏州用品厂中医器械业务收入2.14亿元(+22%)，AED医疗急救业务收入1.35亿元，其中国内增速180%，上械集团因技改收入下降4%，净利润持平(非经常利润贡献)，从而拉低医用临床业务收入增速，预计2019年上械集团收入和利润都将显著增长；2) 医用呼吸与供氧业务收入13.19亿元(+26.40%)，毛利率46.43%(-1.41pp)，我们预计，其中制氧机收入增速25%左右，呼吸机收入增速60%~70%，是公司潜力大品种，雾化器收入增速20%~30%；3) 家用医疗业务收入15.33亿元(+17.05%)，毛利率35.64%(+4.04pp)，我们判断，是高毛利率的血糖仪和血压计快速增长带动毛利率提升，我们预计，血糖仪在包装产能存在瓶颈、部分订单不能确认收入的情况下，收入增长40%以上，是公司未来最大增长点，预计2019年增速有望加快，血压计收入增速预计30%以上，突破4亿。

● 2019年开始内生增长提速，看好家用医疗器械龙头成长潜力

我们预计，公司2019~2021年收入分别同比增长20%/21%/21%，实现净利润8.93/10.99/13.63亿元，分别同比增长23%/23%/24%。当前股价对应2019~2021年PE分别为28/23/18倍。考虑到公司作为国内家用医疗器械龙头优势显著，未来成长空间广阔，同时2018年以来发生一系列积极变化，且未来外延式并购方面有望超预期，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：核心产品销售低于预期；临床线业务销售费用控制不佳拖累公司业绩；上械集团未来业绩改善低于预期。

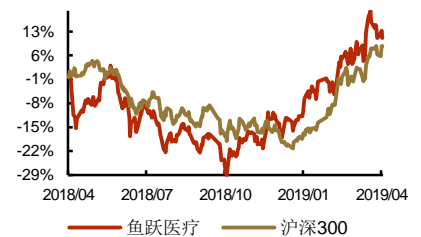
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,542	4,183	5,020	6,074	7,350
增长率(%)	34.5	18.1	20.0	21.0	21.0
净利润(百万元)	592	727	893	1,099	1,363
增长率(%)	18.3	22.8	22.9	23.0	24.0
毛利率(%)	39.7	39.8	40.6	41.3	41.5
净利率(%)	16.7	17.4	17.8	18.1	18.5
ROE(%)	11.3	13.5	14.1	15.4	16.6
EPS(摊薄/元)	0.59	0.73	0.89	1.10	1.36
P/E(倍)	42.1	34.3	27.9	22.7	18.3
P/B(倍)	4.8	4.6	3.9	3.5	3.0

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2019.04.17
收盘价(元):	24.85
一年最低/最高(元):	15.53/26.86
总股本(亿股):	10.02
总市值(亿元):	249.12
流通股本(亿股):	8.55
流通市值(亿元):	212.49
近3月换手率:	61.45%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.39	-4.51	5.26
绝对	8.71	26.08	12.53

相关报告

《扣非净利润增速24%略超预期，经营性现金流净值大幅增长233%经营质量充分夯实》2019-01-30

《从管理到销售全面变化驱动内生增长提速，品牌+渠道优势显著的家用医疗器械龙头》2019-01-23

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

崔文亮，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>