

2019年04月18日

鱼跃医疗 (002223.SZ)

18年业绩符合预期，电商业务继续发力

■事件：公司2018年报归母净利润同比增长22.82%，扣非归母净利润增长25.26%。鱼跃发布2018年报，实现收入41.83亿元，YOY 18.1%；归母净利润7.27亿元，YOY 22.82%；扣非归母净利润6.42亿元，YOY 25.26%；当期加权ROE达13.69%，较去年同期提升2.32个百分点。值得注意的是，公司实现经营性现金流7.98亿元，YOY 229.68%，增速远超利润端，主要系公司收紧销售回款政策，加强应收账款管理，这有利于提升公司资产质量，促进业绩良性发展。

■家用器械实现稳定增长，电商平台持续发力。公司年报口径，家用医疗产品线2018年实现营业收入15.33亿元，同比增长17.05%。其中，线上平台业绩增长突出，同比增速在40%以上。同时，线下板块业务在人员、机构调整、终端精细化策略的影响下也实现了10%以上的增长。公告显示：鱼跃自2013年设立电子商务部以来，电商渠道拓展效果显著，2014年至2017年，公司电子商务平台CAGR约为70%。2018年618大促及双11期间，鱼跃双节全网销售额累计突破2亿元，居行业首位。Wind零售端数据显示，2018年鱼跃线上实现营收约19.4亿元（为网络终端销售收入，非出厂价口径），根据天猫及京东平台数据及公司投资者关系，我们预计电商平台2018年实现营收约13亿元，线上销售对公司整体业绩影响进一步加大。

■医用器械增长强劲，中优业绩贡献显著，呼吸及制氧业务快速放量。公司年报显示，（1）医用临床产品线：2018年实现营业收入10.28亿元，同比增长10.28%。在临床医疗方面，核心子公司大多保持较快增长。上海中优院内消毒与感控业务营收达到5.24亿元，同比增长25%，净利润达到1.21亿元，同比增长34.6%；苏州用品厂中医器械业务营收达到2.14亿元，同比增长22%；AED医疗急救全球业务营收达到1.35亿，国内市场增速在180%以上；上械集团业务营收达到5.67亿元，同比增长2.4%，净利润达到6957.56万元，同比下降0.1%。其中，上械集团因报告期内对主要生产线进行技改等原因导致经营业绩略有下降，随着其技改和整合完成，预计因生产受阻导致下滑的净利率将有望恢复历史平均水平（11%左右）。（2）医用呼吸与供氧产品线：年报显示18年实现收入13.19亿元，同比增长26.40%。根据公司投资者关系记录，2018年新品呼吸机（2017年投放市场）快速放量，实现销售额过亿。呼吸机是公司战略核心产品之一，可比市场空间大，且中国市场仍处于起步阶段，外资品牌占据主要份额，国产替代尚有充足空间。投资者关系显示，公司在推出呼吸机的基础上，2019年亦计划推出呼吸面罩，在呼吸器存量达到一定程度后，呼吸面罩作为耗材产品预计将为公司提供新的增长点。

公司快报

证券研究报告

医疗器械

投资评级 买入--A

维持评级

6个月目标价：30.90元
股价（2019-04-17）23.88元

交易数据

总市值(百万元)	24,911.55
流通市值(百万元)	21,249.39
总股本(百万股)	1,002.48
流通股本(百万股)	855.11
12个月价格区间	15.91/26.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.39	-16.15	12.72
绝对收益	1.02	18.56	7.69

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

周新明

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050002
zhouxm1@essence.com.cn
021-35082030

相关报告

鱼跃医疗：鱼跃医疗公司
深度分析/马帅 2019-01-16

■**投资建议：**我们预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 21%、19.6%、18.6%，净利润增速分别为 21.7%、18.8%、17.4%，成长性突出，同时考虑到公司良好的现金流和 ROE 水平，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 30.9 元，相当于 2019 年 35 倍动态市盈率。

■**风险提示：**电商渠道增长速度低于预期；收购企业后，进一步整合存在不确定性；新产品上市推广低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,541.6	4,183.4	5,060.4	6,050.2	7,174.2
净利润	592.0	727.2	885.2	1,051.6	1,234.8
每股收益(元)	0.59	0.73	0.88	1.05	1.23
每股净资产(元)	5.23	5.45	6.07	6.95	8.00
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	42.1	34.3	28.1	23.7	20.2
市净率(倍)	4.8	4.6	4.1	3.6	3.1
净利润率	16.7%	17.4%	17.5%	17.4%	17.2%
净资产收益率	11.3%	13.3%	14.5%	15.1%	15.4%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.9%	0.7%	0.7%
ROIC	23.7%	19.0%	24.3%	21.5%	24.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,541.6	4,183.4	5,060.4	6,050.2	7,174.2	成长性					
减:营业成本	2,136.9	2,517.3	2,991.2	3,574.5	4,249.0	营业收入增长率	34.5%	18.1%	21.0%	19.6%	18.6%
营业税费	34.9	40.2	55.7	66.6	89.7	营业利润增长率	26.3%	13.6%	31.3%	18.1%	17.0%
销售费用	399.8	536.8	652.8	786.5	947.0	净利润增长率	18.3%	22.8%	21.7%	18.8%	17.4%
管理费用	346.0	247.0	354.2	457.3	489.3	EBITDA 增长率	25.9%	29.6%	17.8%	15.4%	18.5%
财务费用	11.8	-30.4	10.0	-13.0	14.0	EBIT 增长率	25.5%	31.6%	19.1%	15.7%	19.4%
资产减值损失	16.6	13.6	13.1	14.4	13.7	NOPLAT 增长率	32.2%	9.3%	35.4%	16.5%	19.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	36.5%	5.7%	31.8%	16.1%	16.9%
投资和汇兑收益	49.0	35.6	35.8	40.2	37.2	净资产增长率	13.0%	-0.5%	11.9%	15.0%	15.6%
营业利润	683.0	776.2	1,019.3	1,204.1	1,408.7	利润率					
加:营业外净收支	37.2	69.7	46.2	51.2	55.9	毛利率	39.7%	39.8%	40.9%	40.9%	40.8%
利润总额	720.2	845.9	1,065.5	1,255.3	1,464.6	营业利润率	19.3%	18.6%	20.1%	19.9%	19.6%
减:所得税	92.7	95.0	137.4	154.4	177.2	净利润率	16.7%	17.4%	17.5%	17.4%	17.2%
净利润	592.0	727.2	885.2	1,051.6	1,234.8	EBITDA/营业收入	20.8%	22.8%	22.2%	21.5%	21.4%
						EBIT/营业收入	18.5%	20.7%	20.3%	19.7%	19.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	51	50	43	35	28
						流动资产周转天数	157	114	125	134	131
						流动资产周转天数	444	345	296	291	295
						应收帐款周转天数	74	76	75	74	73
						存货周转天数	51	55	53	52	54
						总资产周转天数	632	583	511	479	465
						投资资本周转天数	307	309	304	298	281
						投资回报率					
						ROE	11.3%	13.3%	14.5%	15.1%	15.4%
						ROA	9.5%	10.9%	12.5%	12.7%	13.0%
						ROIC	23.7%	19.0%	24.3%	21.5%	24.2%
						费用率					
						销售费用率	11.3%	12.8%	12.9%	13.0%	13.2%
						管理费用率	9.8%	5.9%	7.0%	7.6%	6.8%
						财务费用率	0.3%	-0.7%	0.2%	-0.2%	0.2%
						三费/营业收入	21.4%	18.0%	20.1%	20.3%	20.2%
						偿债能力					
						资产负债率	16.0%	19.8%	16.7%	17.6%	16.7%
						负债权益比	19.0%	24.6%	20.0%	21.3%	20.0%
						流动比率	4.98	3.44	4.36	4.18	4.58
						速动比率	4.21	2.86	3.54	3.46	3.70
						利息保障倍数	55.46	-28.41	102.93	-91.62	101.62
						分红指标					
						DPS(元)	0.15	-	0.23	0.18	0.18
						分红比率	25.4%	0.0%	26.3%	17.2%	14.5%
						股息收益率	0.6%	0.0%	0.9%	0.7%	0.7%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	627.5	750.9	885.2	1,051.6	1,234.8	EPS(元)	0.59	0.73	0.88	1.05	1.23
加:折旧和摊销	89.8	104.0	95.7	107.5	115.9	BVPS(元)	5.23	5.45	6.07	6.95	8.00
资产减值准备	16.6	13.6	-	-	-	PE(X)	42.1	34.3	28.1	23.7	20.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.8	4.6	4.1	3.6	3.1
财务费用	22.4	-17.8	10.0	-13.0	14.0	P/FCF	-84.9	46.6	-60.3	32.5	71.9
投资损失	-49.0	-35.6	-35.8	-40.2	-37.2	P/S	7.0	6.0	4.9	4.1	3.5
少数股东损益	35.5	23.7	42.9	49.3	52.6	EV/EBITDA	24.3	18.7	21.1	17.8	14.9
营运资金的变动	550.7	-173.3	-833.7	-14.1	-668.2	CAGR(%)	20.6%	19.7%	22.8%	20.6%	19.7%
经营活动产生现金流量	242.1	798.1	164.2	1,141.1	711.9	PEG	2.0	1.7	1.2	1.1	1.0
投资活动产生现金流量	-421.7	-1,066.2	-226.7	-348.9	-280.4	ROIC/WACC	2.3	1.8	2.3	2.0	2.3
融资活动产生现金流量	-91.9	-146.9	-402.8	-146.7	-207.9	REP	2.3	2.7	2.1	2.2	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅、周新明声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会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, 也可能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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034