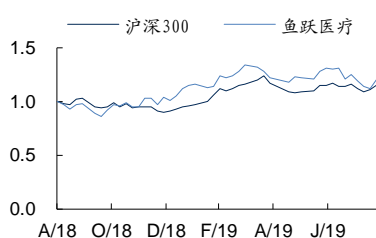


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
鱼跃医疗(002223)
买入
2019年半年报点评

(维持评级)

2019年08月28日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,002/867
总市值/流通(百万元)	22,897/19,799
上证综指/深圳成指	2,902/9,270
12个月最高/最低(元)	26.68/15.43

相关研究报告:

《鱼跃医疗-002223-2018 年年报点评: 线上维持高速增长, 线下调整显成效》——2019-04-19
 《鱼跃医疗-002223-2018 年半年报点评: 二季度增速回升, 电商表现亮眼》——2018-08-13
 《鱼跃医疗-002223-2017 年三季报点评: 增长稳健, 期待电商继续发力》——2017-10-23
 《鱼跃医疗-002223-2017 年半年报点评: 内生外延共发力, 业绩符合预期》——2017-08-23
 《鱼跃医疗-002223-2017 年一季报点评: 开局良好, 符合预期》——2017-04-23

证券分析师: 朱寒青

电话: 0755-81981837
 E-MAIL: zhuhanqing@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070002

证券分析师: 谢长雁

电话: 0755-22940793
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517100003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
增速稳健, 临床产品技改初显成效
● 增速稳健

2019H1 实现营收 25.02 亿元 (+12.53%), 归母净利润 5.33 亿元 (+13.49%), 扣非归母净利润 5.11 亿元 (+14.42%)。

● 临床产品线技改初现成效, 恢复增长

医用临床实现收入 5.85 亿元 (+19.88%), 毛利率 50.23%, 提高 1.49pp。各子公司来看, 中优利康实现营收 2.72 亿元 (+17.52%), 净利润 0.71 亿元 (+61.65%), 产品毛利整体提升, 牙膏等民用市场产品销售依托公司平台优势放量增长。上械技改展现阶段性结果, 恢复增长, 实现营收 3.34 亿元 (+18.91%), 净利润 6958 万元 (-0.75%)。苏州中医疗器械业务营收 1.58 亿元 (+30.39%)。

● 家用医疗器械受消费景气度影响, 线上增速下滑

2019H1 家用医械实现收入 10.12 亿元 (+24.53%), 毛利率 39.02%, 提高 3.32pp。家用医疗板块方面, 主要产品血糖仪及试纸增速超过 40%, 电子血压计, 轮椅车, 体温计, AED 等产品增速超过 20%。制氧机, 雾化器等由于清理渠道库存销售略有下滑。线上平台在消费市场整体乏力的情况下保持近 20% 的增速, 较往年下滑。

● 毛利率、费用率均上升

2019H1 销售毛利率 41.67% (+1.43pp), 销售费用率 9.38% (+0.96pp), 主要是线上天猫旗舰店收归自营销售费用增加, 管理费用率 4.98% (-0.62pp), 财务费用率 -0.18% (-1.06pp), 主要是美元升值导致汇兑损益; 研发费用率 2.28% (+0.43pp)。经营活动产生的现金流量净额为 1.31 亿元 (-33.38%), 受到 Q1 参加天猫超级品牌日及预付中标医院总包项目中非本公司生产设备的采购款项产生等影响。

● 风险提示: 引入产品销售不达预期; 上械整合不达预期。
● 投资建议: 维持“买入”评级

我们看好公司作为稀缺的医疗器械平台型公司, 家用医疗器械电商业务保持快速增长, 通过研发+外延并购不断丰富产品线导入平台销售。根据销售费用及线上电商和上械的增速变化, 调整模型, 盈利预测略下调, 2019-2021 年归母净利润为 8.77/10.37/12.39 亿元 (原 8.94/10.73/12.87 亿元), 增速 21%/18%/20%, 当前股价对应 PE 为 26.0/22.0/18.4X, 维持“买入”评级。

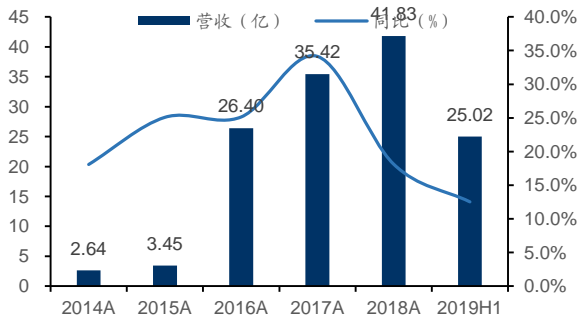
盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,542	4,183	4,941	5,904	7,091
(+/-%)	34.5%	18.1%	18.1%	19.5%	20.1%
净利润(百万元)	592	727	877	1037	1239
(+/-%)	18.3%	22.8%	20.6%	18.2%	19.6%
摊薄每股收益(元)	0.59	0.73	0.87	1.03	1.24
EBIT Margin	17.6%	16.5%	18.2%	18.2%	18.3%
净资产收益率(ROE)	11.3%	13.3%	14.3%	15.0%	15.8%
市盈率(PE)	38.5	31.4	26.0	22.0	18.4
EV/EBITDA	33.9	31.0	25.8	21.4	17.7
市净率(PB)	4.35	4.17	3.72	3.31	2.91

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

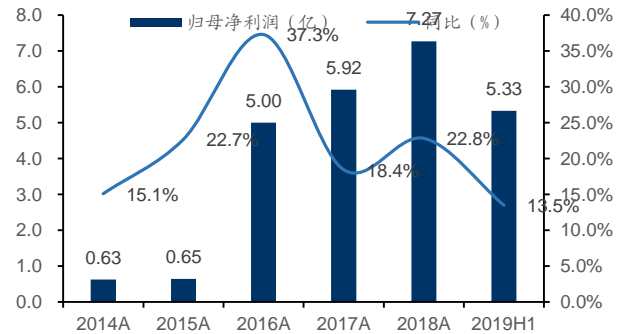
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 鱼跃医疗营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



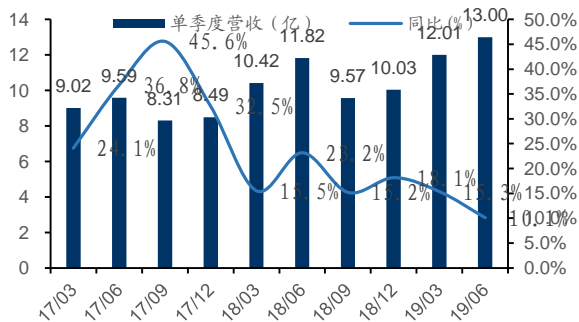
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 鱼跃医疗利润及增速 (单位: 亿元、%)



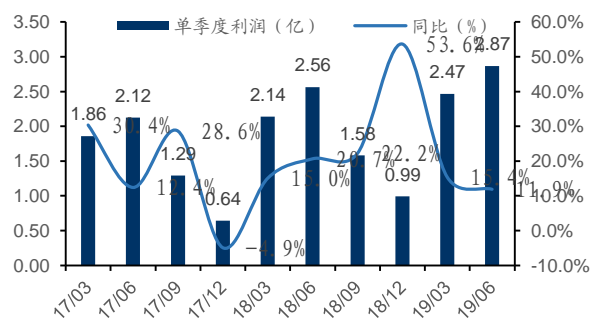
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 鱼跃医疗单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



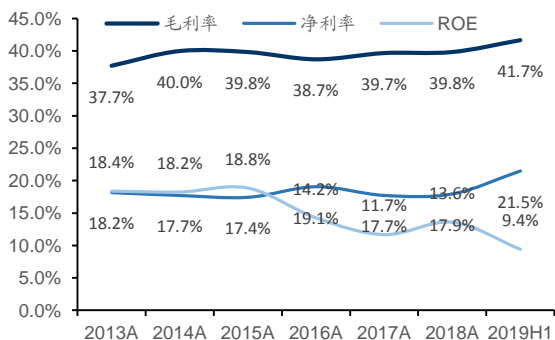
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 鱼跃医疗单季度利润及增速 (单位: 亿元、%)



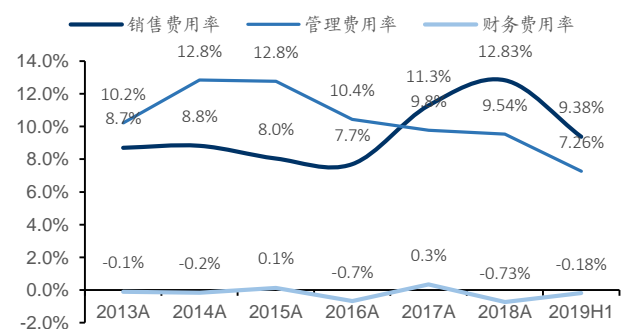
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 鱼跃医疗毛利率、净利率变化情况



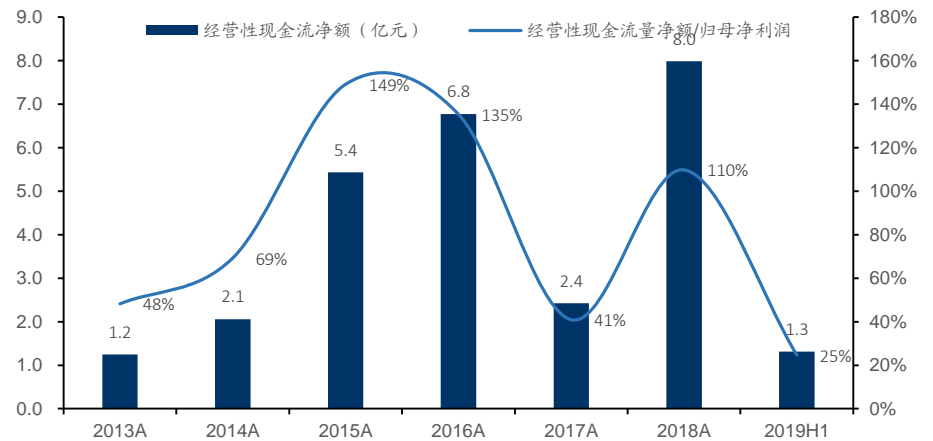
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 鱼跃医疗三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 鱼跃医疗经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 鱼跃医疗盈利预测

报告期 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
康复护理系列					
收入	1,310.2	1,533.7	1,682.6	2,159.9	2,775.3
增速	26.2%	17.1%	9.7%	28.4%	28.5%
毛利率(%)	31.6%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
医用供氧系列					
收入	1,043.3	1,318.8	32.0%	32.0%	32.0%
增速	21.7%	26.4%	32.0%	32.0%	32.0%
毛利率(%)	47.84%	46.43%	32.0%	32.0%	32.0%
医用临床系列					
收入	1,171.3	1,027.8	1,357.6	1,590.6	1,872.1
增速	60.7%	-12.3%	32.1%	17.2%	17.7%
毛利率(%)	41.5%	48.0%	48.0%	48.5%	49.0%
总计					
营业收入总计	3,541.6	4,183.4	4,940.7	5,904.3	7,090.9
营业收入增速	34.5%	18.1%	18.1%	19.5%	20.1%
毛利率(%)	39.7%	39.8%	41.5%	41.3%	41.1%
管理费用率	9.8%	9.54%	9.6%	9.5%	9.4%
销售费用率	11.3%	12.83%	12.8%	12.7%	12.6%
财务费用率	0.3%	-0.73%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理预测

表 2: 可比公司估值

代码	公司简称	总市值 亿元	股价 2019-8-27	EPS					PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E				
002223	鱼跃医疗	228	22.76	0.73	0.87	1.03	1.24	31.4	26.0	22.0	18.4	12%	1.3	买入	
300003	乐普医疗	475	26.67	0.68	0.96	1.26	1.68	39.0	27.7	21.2	15.8	16%	0.8	买入	
300298	三诺生物	66	11.62	0.55	0.62	0.73	0.84	21.2	18.8	16.0	13.8	13%	1.2	无评级	
300760	迈瑞医疗	2,220	182.60	3.06	3.73	4.61	5.74	59.7	49.0	39.6	31.8	34%	2.1	买入	
300463	迈克生物	127	22.77	0.80	0.98	1.25	1.65	28.6	23.3	18.3	13.8	17%	0.8	买入	
002382	蓝帆医疗	132	13.70	0.36	0.61	0.80	0.96	38.1	22.6	17.0	14.3	8%	0.6	增持	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 注: 三诺生物为 wind 一致预测。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1661	1945	2319	2968	营业收入	4183	4941	5904	7091
应收款项	1243	1489	1779	2137	营业成本	2517	2891	3467	4179
存货净额	655	781	963	1123	营业税金及附加	40	44	53	64
其他流动资产	345	395	472	567	销售费用	537	632	750	893
流动资产合计	3904	4610	5533	6794	管理费用	399	473	558	655
固定资产	0	75	166	188	财务费用	(30)	(38)	(47)	(59)
无形资产及其他	601	578	555	532	投资收益	36	36	36	36
投资性房地产	2252	2252	2252	2252	资产减值及公允价值变动	(14)	0	0	0
长期股权投资	155	155	155	155	其他收入	34	0	0	0
资产总计	6911	7669	8661	9921	营业利润	776	974	1159	1395
短期借款及交易性金融负债	157	150	150	150	营业外净收支	70	46	46	46
应付款项	0	411	396	354	利润总额	846	1020	1206	1441
其他流动负债	978	652	855	1195	所得税费用	95	114	135	162
流动负债合计	1135	1213	1401	1700	少数股东损益	24	29	34	40
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	727	877	1037	1239
其他长期负债	232	232	232	232					
长期负债合计	232	232	232	232	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1367	1444	1633	1931	净利润	727	877	1037	1239
少数股东权益	76	99	125	157	资产减值准备	(3)	410	365	405
股东权益	5468	6126	6903	7833	折旧摊销	91	40	67	97
负债和股东权益总计	6911	7669	8661	9921	公允价值变动损失	14	0	0	0
					财务费用	(30)	(38)	(47)	(59)
					营运资本变动	(1224)	72	4	92
					其它	22	(387)	(339)	(374)
					经营活动现金流	(374)	1011	1134	1460
					资本开支	829	(501)	(501)	(501)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	782	(501)	(501)	(501)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(156)	(219)	(259)	(310)
					其它融资现金流	(490)	(7)	0	0
					融资活动现金流	(800)	(226)	(259)	(310)
					现金净变动	(392)	284	374	649
					货币资金的期初余额	2053	1661	1945	2319
					货币资金的期末余额	1661	1945	2319	2968
					企业自由现金流	308	409	526	842
					权益自由现金流	(183)	436	568	895

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.73	0.87	1.03	1.24
每股红利	0.16	0.22	0.26	0.31
每股净资产	5.45	6.11	6.89	7.81
ROIC	11%	14%	16%	18%
ROE	13%	14%	15%	16%
毛利率	40%	41%	41%	41%
EBIT Margin	16%	18%	18%	18%
EBITDA Margin	19%	19%	19%	20%
收入增长	18%	18%	20%	20%
净利润增长率	23%	21%	18%	20%
资产负债率	21%	20%	20%	21%
息率	0.7%	1.0%	1.1%	1.4%
P/E	31.4	26.0	22.0	18.4
P/B	4.2	3.7	3.3	2.9
EV/EBITDA	31.0	25.8	21.4	17.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032