

2019年09月04日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

25.5

鱼跃医疗(002223.SZ)

Buy 买入

2019H1 净利同比增长 14%，略低于预期

公司基本资讯

產業別	医药生物		
A 股价(2019/9/3)	22.16		
深证成指(2019/9/3)	9633.69		
股價 12 個月高/低	26.68/15.43		
總發行股數(百萬)	1002.48		
A 股數(百萬)	866.86		
A 市值(億元)	192.10		
主要股東	江苏鱼跃科技发展有限公司 (26.53%)		
每股淨值(元)	5.87		
股價/賬面淨值	3.78		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-0.4	-2.4	18.8

近期評等

日期	收盘价	评级
2019-04-23	23.84	买入

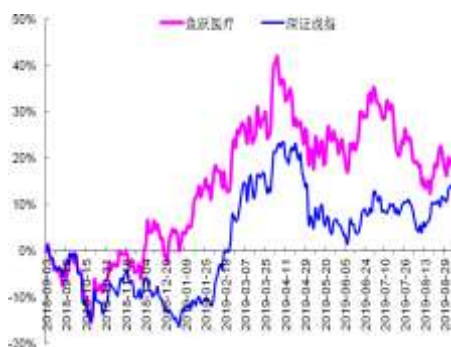
产品组合

康复护理	36.6%
医用供氧	35.1%
医用临床	21.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	6.7%
一般法人	31.0%

股价相对大盘走势



结论与建议:

- **公司业绩:** 公司 2019H1 实现营业收入 25.0 亿元, YOY+12.5%, 实现净利润 5.3 亿元, YOY+13.5%, 扣非后净利 5.1 亿元, YOY+14.4%, EPS 为 0.53 元。公司业绩低于我们的预期, 主要是渠道清库存及费用端增长较多所致。分季度来看, 公司 Q2 单季度实现营业收入 13.0 亿元, YOY+10.0%, 录得净利润 2.9 亿元, YOY+11.9%, 扣非后净利润 2.7 亿元, YOY+12.8%。
- **家用及临床业务增长良好, 医用呼吸及供氧分业务下滑:** (1) 公司家用医疗实现营收 10.2 亿元, YOY+24.5%, 线上线下业务均保持较快增长, 毛利率率同比提升 3.3 个百分点至 39.0%, 估计受益于产品结构变化及原材料价格回落; (2) 医用呼吸及供氧业务实现营收 7.3 亿元, YOY-6.6%, 毛利率为 46.6%, 同比微升 0.3 个百分点, 营收同比下滑主要是由于公司加速清理渠道历史存货, 制氧机、雾化器等部分产品销售受到一定的影响, 但预计渠道库存清理完成后, 销售增长将可恢复; (3) 公司医用临床业务实现营收 5.8 亿元, YOY+19.9%, 毛利率同比提升 1.5 个百分点至 50.2%。
- **费用率增加, 影响短期业绩增速:** 公司 2019H1 综合毛利率为 41.7%, 同比 1.5 个百分点; 销售费用率同比增加 0.5 个百分点至 9.4%, 主要是天猫旗舰店收归自营, 短期销售费用增加较多; 公司管理+研发费用率同比增加 1.1 个百分点至 7.3%, 主要是研发支出增加所致; 公司财务费用率为-0.2%, 同比增加 0.5 个百分点。整体来看, 公司期间费用率为 16.5%, 同比增加 2.3 个百分点, 拖累净利增速。
- **盈利预测及投资建议:** 由于公司业绩略低于预期, 我们小幅下调对公司的盈利预测。我们预计公司 2019/2020 年实现净利润 8.5 和 10.27 亿元, yoy 分别为+16.6%和+21.1%(原预计 2019/2020 年实现净利润 8.8 和 10.3 亿元, yoy 分别为+21.4%和+21.6%), 折合 EPS0.85 和 1.0 元。当前股价对应的 PE 分别为 27 倍和 22 倍。公司短期业绩虽有波动, 但随着医用呼吸及供氧产品渠道库存的去化及上械集团和上海中优新产能的释放, 预计公司业绩增速将会逐步恢复, 我们维持“买入”的投资建议。
- **风险提示:** 新品销售不及预期, 外延整合不及预期, 产能释放不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018	2019F	2020F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	500	592	727	848	1027
同比增减	%	37.30	18.35	22.82	16.56	21.12
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.80	0.59	0.73	0.85	1.02
同比增减	%	29.03	-26.25	23.73	15.82	21.12
市盈率 (P/E)	X	27.99	37.95	30.67	26.48	21.87
股利 (DPS)	RMB 元	0.40	0.15	0.15	0.21	0.26
股息率 (Yield)	%	1.79	0.67	0.67	0.94	1.14

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
营业收入	2633	3542	4183	4736	5581
经营成本	1614	2137	2517	2871	3380
营业税金及附加	32	35	40	42	56
销售费用	203	400	537	447	463
管理费用	275	346	247	267	324
财务费用	-18	12	-30	0	8
资产减值损失	9	17	14	0	0
投资收益	23	49	36	32	15
营业利润	541	683	776	980	1167
营业外收入	34	40	73	30	28
营业外支出	2	3	4	6	4
利润总额	573	720	846	1004	1191
所得税	71	93	95	142	133
少数股东损益	1	36	24	15	31
归母净利润	500	592	727	848	1027

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2016	2017	2018	2019F	2020F
货币资金	2339	2053	1661	1910	2197
应收账款	554	754	844	1013	1216
存货	380	633	655	688	722
流动资产合计	4634	4106	3904	4099	4304
长期股权投资	33	108	155	201	261
固定资产	446	563	610	671	738
在建工程	67	319	555	666	799
非流动资产合计	1174	2523	3008	3459	3978
资产总计	5807	6629	6911	7558	8282
流动负债合计	638	824	1135	1362	1635
非流动负债合计	238	234	232	241	251
负债合计	876	1058	1367	1603	1885
少数股东权益	22	330	76	252	1085
股东权益合计	4910	5241	5468	5702	5311
负债及股东权益合计	5807	6629	6911	7558	8282

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2016	2017	2018	2019F	2020F
经营活动所得现金净额	677	242	798	878	966
投资活动所用现金净额	-990	-422	-1066	-700	-700
融资活动所得现金净额	2175	-92	-147	-400	-400
现金及现金等价物净增加额	1878	-286	-392	-222	-134

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代

表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。