

鱼跃医疗 1-9 月业绩增长 13.51%，符合预期 买入（维持）

2019 年 10 月 23 日

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,183	4,852	5,713	6,761
同比（%）	18.1%	16.0%	17.8%	18.3%
归母净利润（百万元）	727	866	1,046	1,267
同比（%）	22.8%	19.0%	20.8%	21.1%
每股收益（元/股）	0.73	0.86	1.04	1.26
P/E（倍）	29.68	24.93	20.64	17.04

投资要点

■ 公司 1-9 月实现收入同比增长 11.82%，实现归母净利润增长 13.51%，符合预期：公司公告 2019 年三季报，实现营业总收入 35.56 亿元，同比增长 11.82%；归属上市公司股东的净利润 7.13 亿元，同比增长 13.51%、归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.85 亿元，同比增长 14.67%，符合预期。

2019 年 Q3 单季度，公司实现收入为 10.55 亿元，同比增长 10.18%；归属上市公司股东的净利润 1.80 亿元，同比增长 13.55%；归属上市公司股东的扣非净利润 1.74 亿元，同比增长 15.40%，符合预期。

■ 2. 制氧产品板块处于调整，其他核心业务增长稳健：公司三季度的销售收入增速和利润增速基本维持了和半年报相当的水平，整体处于稳健增长的态势。公司三大业务条线中，1) 以家用医疗器械为主的康复护理板块增长保持了较好的增速，公司的多款产品，包括血糖仪、电子体温计、轮椅、电子轮椅均保持高速增长态势；2) 医药临床板块，主要以上械、中优、华佗等几个部分为主，整体依然保持了上半年的增速水平；3) 医用供氧产品线，由于渠道整合等原因，导致上半年出现负增长，延续至三季度，拖累公司的业绩增长。我们判断，随着公司医用供氧产品的逐渐恢复以及 2019 年下半年产能的逐步释放，公司收入和利润将进入稳步提升的周期。

2019 年 1-9 月，公司毛利率为 41.92%，比 2018 年同期毛利率水平高 1.76 个百分点；同期的净利润率为 20.23%，同比下降 0.16 个百分点。公司的销售费用率和管理费用率分别为 10.67%和 8.37%，同比分别上升 0.82 个百分点和 0.70 个百分点。

■ 盈利预测与投资评级：基于对公司现有家用和医院用医疗器械产品的市场分析、竞争格局分析、以及公司竞争力和渠道销售能力分析，我们认为公司迎来稳定的黄金增长期，预计未来 3 年的收入和利润增速均在 20%左右的水平。我们预期 2019-2020 年公司的收入为 48.52 亿元、57.13 亿元和 67.61 亿元，同比增长 15.98%、17.76%和 18.34%；归母净利润为 8.66 亿元、10.46 亿元和 12.67 亿元，同比增 19.0%、20.8%和 21.1%；对应 EPS 分别为 0.86 元，1.04 元和 1.26 元。因此，维持公司的“买入”评级。

■ 风险提示：行业政策风险；产品研发注册风险；并购整合风险

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001
021-60199793

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002
021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.53
一年最低/最高价	16.45/26.68
市净率(倍)	3.56
流通 A 股市值(百万元)	18663.40

基础数据

每股净资产(元)	6.05
资产负债率(%)	18.04
总股本(百万股)	1002.48
流通 A 股(百万股)	866.86

相关研究

1、《鱼跃医疗 (002223)：参股江苏视准 20.95%股权，新增视觉健康产品线》2019-10-09

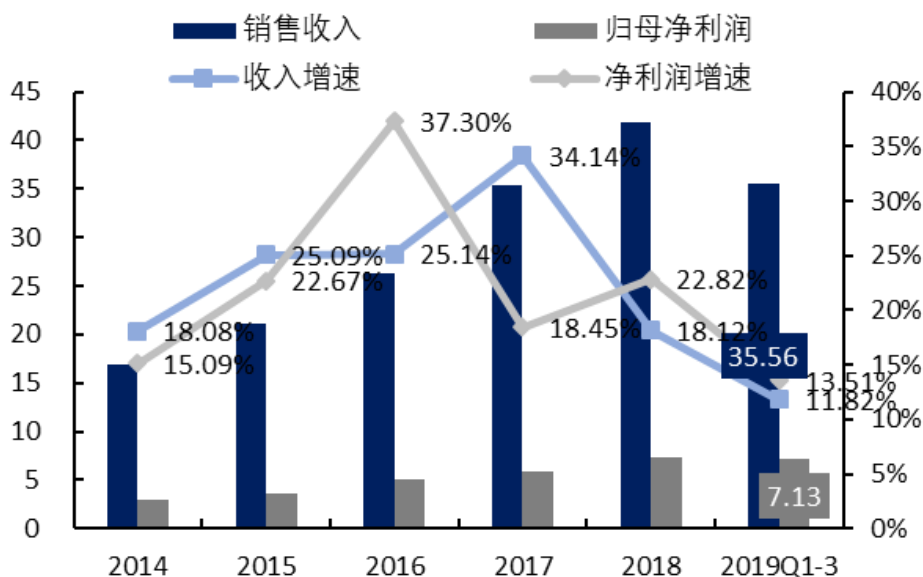
2、《鱼跃医疗 (002223)：鱼跃医疗：家用医疗器械、医用医疗器械双擎动力开启持续增长模式》2019-09-17

1. 公司 1-9 月实现收入同比增长 11.82%，实现归母净利润增长 13.51%，符合预期

公司公告 2019 年三季度，实现营业总收入 35.56 亿元，同比增长 11.82%；归属上市公司股东的净利润 7.13 亿元，同比增长 13.51%、归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.85 亿元，同比增长 14.67%，符合预期。

2019 年 Q3 单季度，公司实现收入为 10.55 亿元，同比增长 10.18%；归属上市公司股东的净利润 1.80 亿元，同比增长 13.55%；归属上市公司股东的扣非净利润 1.74 亿元，同比增长 15.40%，符合预期。

图 1：公司的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

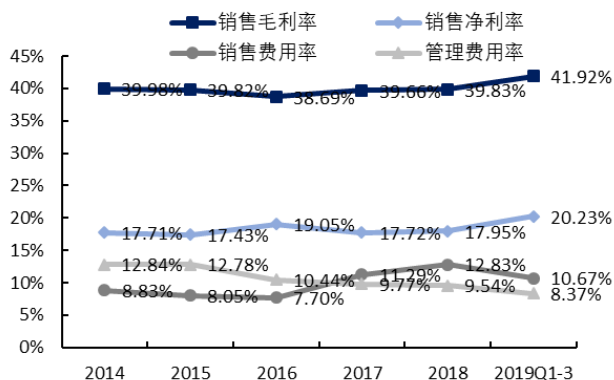
2. 制氧产品板块处于调整，其他核心业务增长稳健

公司三季度的销售收入增速和利润增速基本维持了和半年报相当的水平，整体处于稳健增长的态势。公司三大业务条线中，1) 以家用医疗器械为主的康复护理板块增长保持了较好的增速，公司的多款产品，包括血糖仪、电子体温计、轮椅、电子轮椅均保持高速增长态势；2) 医药临床板块，主要以上械、中优、华佗等几个部分为主，整体依然保持了上半年的增速水平；3) 医用供氧产品线，由于渠道整合等原因，导致上半年出现负增长，延续至三季度，拖累公司的业绩增长。我们判断，随着公司医用供氧产品的逐渐恢复以及 2019 年下半年产能的逐步释放，公司收入和利润将进入稳步提升的周期。

2019 年 1-9 月，公司毛利率为 41.92%，比 2018 年同期毛利率水平高 1.76 个百分点；同期的净利润率为 20.23%，同比下降 0.16 个百分点。公司的销售费用率和管理费用率

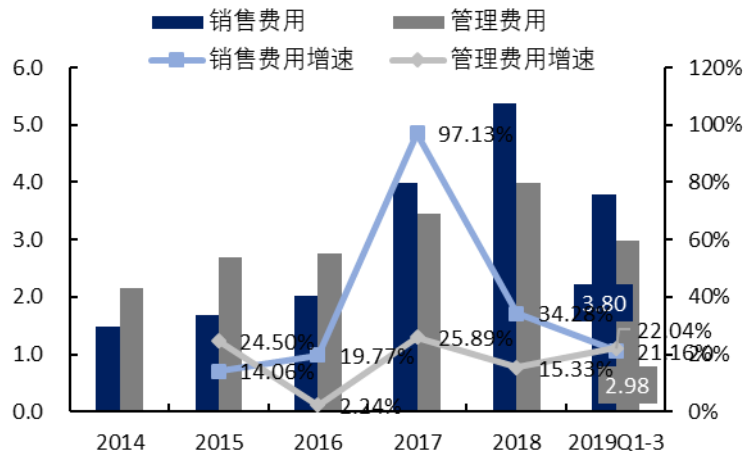
分别为 10.67%和 8.37%，同比分别上升 0.82 个百分点和 0.70 个百分点。

图 2：公司毛利率、净利率与费用率情况（管理费用率为含研发费用的同比口径）



资料来源：公司公告、Wind，东吴证券研究所

图 3：公司销售费用与管理费用变化情况（亿元）（管理费用为含研发费用的同比口径）



资料来源：公司公告、Wind，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

基于对公司现有家用和医院用医疗器械产品的市场分析、竞争格局分析、以及公司竞争力和渠道销售能力分析，我们认为公司迎来稳定的黄金增长期，预计未来 3 年的收入和利润增速均在 20%左右的水平。我们预期 2019-2020 年公司的收入为 48.52 亿元、57.13 亿元和 67.61 亿元，同比增长 15.98%、17.76%和 18.34%；归母净利润为 8.66 亿元、10.46 亿元和 12.67 亿元，同比增 19.0%、20.8%和 21.1%；对应 EPS 分别为 0.86 元，1.04 元和 1.26 元。因此，维持公司的“买入”评级。

4. 风险提示

行业政策风险；产品研发注册风险；并购整合风险。

鱼跃医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3904	4549	5328	6404	营业收入	4183	4852	5713	6761
现金	1661	1725	2276	2599	减:营业成本	2517	2869	3342	3911
应收账款	844	1009	1173	1409	营业税金及附加	40	45	53	62
存货	655	812	897	1103	营业费用	537	591	695	822
其他流动资产	743	1003	981	1293	管理费用	247	440	513	601
非流动资产	3008	3232	3493	3746	财务费用	-30	-30	-37	-47
长期股权投资	155	207	258	310	资产减值损失	14	16	19	22
固定资产	610	786	954	1115	加:投资净收益	36	37	37	37
在建工程	555	472	420	396	其他收益	0	0	0	0
无形资产	601	691	799	860	营业利润	776	958	1166	1428
其他非流动资产	1088	1076	1062	1064	加:营业外净收支	70	53	62	58
资产总计	6911	7780	8821	10150	利润总额	846	1012	1228	1486
流动负债	1135	1258	1367	1537	减:所得税费用	95	118	148	177
短期借款	157	157	157	157	少数股东损益	24	28	34	41
应付账款	516	555	693	767	归属母公司净利润	727	866	1046	1267
其他流动负债	462	546	517	612	EBIT	806	970	1177	1422
非流动负债	232	234	236	237	EBITDA	910	1070	1305	1562
长期借款	0	2	4	5					
其他非流动负债	232	232	232	232	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1367	1492	1603	1774	每股收益(元)	0.73	0.86	1.04	1.26
少数股东权益	76	105	139	180	每股净资产(元)	5.45	6.17	7.06	8.18
归属母公司股东权益	5468	6183	7079	8196	发行在外股份(百万股)	1002	1002	1002	1002
负债和股东权益	6911	7780	8821	10150	ROIC(%)	12.3%	13.1%	13.9%	14.6%
					ROE(%)	13.5%	14.2%	15.0%	15.6%
					毛利率(%)	39.8%	40.9%	41.5%	42.1%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	17.4%	17.8%	18.3%	18.7%
经营活动现金流	798	467	1014	780	资产负债率(%)	19.8%	19.2%	18.2%	17.5%
投资活动现金流	-1066	-286	-352	-356	收入增长率(%)	18.1%	16.0%	17.8%	18.3%
筹资活动现金流	-147	-118	-111	-101	净利润增长率(%)	22.8%	19.0%	20.8%	21.1%
现金净增加额	-392	63	551	323	P/E	29.68	24.93	20.64	17.04
折旧和摊销	104	100	128	140	P/B	3.95	3.49	3.05	2.63
资本开支	390	172	209	201	EV/EBITDA	22.37	18.99	15.18	12.50
营运资本变动	-11	-459	-120	-584					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

