

鱼跃医疗 (002223)

增持 (维持)

收入利润平稳增长，资本运作及并购值得关注

市场数据

报告日期	2014-10-27
收盘价(元)	27.72
总股本(百万股)	531.61
流通股本(百万股)	445.66
总市值(百万元)	14736.13
流通市值(百万元)	12353.74
净资产(百万元)	1705.59
总资产(百万元)	2127.51
每股净资产	3.21

相关报告

《业绩较快增长，电商研发具有看点》2014-07-30
《产品线逐步完善，增长加速趋势初显》2014-04-14
《收入增长稳健，费用投入增加》2013-10-27

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1424	1713	1987	2305
同比增长(%)	8.5%	20.3%	16.0%	16.0%
净利润(百万元)	258	320	403	503
同比增长(%)	5.7%	23.9%	26.2%	24.7%
毛利率(%)	37.7%	40.5%	42.3%	43.7%
净利润率(%)	18.1%	18.7%	20.3%	21.8%
净资产收益率(%)	17.1%	18.0%	18.5%	18.8%
每股收益(元)	0.49	0.60	0.76	0.95
每股经营现金流(元)	0.23	1.03	0.60	0.85

投资要点

事件:

近日，鱼跃医疗公布了其2014年三季报，报告期内公司实现销售收入13.65亿元，同比增长20.64%，实现净利润2.52亿元，同比增长20.13%（扣非后2.40亿元，同比增长23.97%），EPS0.47元。同时公司公告年报利润同比增速介于0-30%间。

点评:

公司的盈利预测符合我们此前的预期（净利润增长20-25%）

- **收入平稳增长，产品结构日趋合理：**报告期内公司收入保持了20.64%的平稳增长，尽管Q3单季增速为11.48%，但考虑到去年Q3是四个季度中收入基数较高的时期，我们认为公司的整体增速依然处于平稳健康的区间（去年Q1-Q4公司单季同比收入增速分别为11.05%、9.90%、17.34%和-5.00%）。此外三季度单季毛利润率较去年同期也提升了1.6个百分点，显示其产品结构也在逐步改善。在具体产品线中，我们预期其医用供氧系列产品依然保持高速的成长，更大力度的市场推广及9F-3系列、YU300型家用制氧机等新型号的投放正在渠道良好的市场反应。康复护理类产品也取得了平稳较快的增长，血糖仪、电子血压计等产品均取得了较好的增长；而医用临床器械产品则可能受制于对影像学设备的战略调整、X光机等业务下滑发展不快。总体而言，公司以家庭医疗器械和医用高值耗材为方向，聚焦精细化、高毛利、高附加值的产品的战略正在逐步得到贯彻，其产品结构后续有望进一步改善。考虑到2013年Q4公司单季收入呈负增长，

请阅读最后一页信息披露和重要声明

基数很低，我们预计 14Q4 公司业绩进一步增长加速，全年实现平稳较快的收入增长大局已定。

- **引入著名产业投资机构，外延式整合步伐有望提速：**近期，公司及其控股股东在资本市场动作频繁，控股股东鱼跃科技与北药集团于 2014 年 9 月 16 日签署了《关于转让华润万东医疗装备股份有限公司股份之股份转让协议》，鱼跃科技受让华润万东 111,501,000 股股份(占华润万东总股本的 51.51%)；同日，鱼跃科技与华润医药投资签署了《上海市产权交易合同》，鱼跃科技受让上械集团 100%的股权。根据控股股东规划，其计划在完成收购上械集团 100%的股权后六个月内提议将上械集团 100%的股权出售予上市公司，作为国内历史悠久，产品种类丰富的老牌医疗器械企业，上械集团产品线丰富，在手术器械等领域优势明显，未来能够与鱼跃医疗现有业务产生良好的互补，提升公司在医院端的产品竞争力。而近期公司有公告拟以自有资金 669.00 万元收购苏州日精 45%的股权（公司 2013 年利润 960 万元），进一步丰富了其在血压表、数字血压计产品方面的技术储备。而 8 月 25 日，公司又公告控股股东将持有的 3721 万股股份（占公司总股本的 7.00%）以 23 元的价格协议转让方式转让给红杉光明。我们认为控股股东的这一举动一方面将为其并购万东及上械集团的计划提供有力的资金支持，另外通过引入红杉这一著名产业投资机构，也将有助于其后续在医疗器械领域的持续性并购，最终将公司打造为 OTC+医院端双轮驱动的大型平台型医疗器械企业。
- **财务指标总体正常，研发投入持续：**报告期内公司各项财务指标总体正常，当期末公司应收账款 6.19 亿元，同比增长 37.53%，增速高于收入增长但依然在可控范围之内，经营性净现金流 6277 万元，同比增长 45.56%，高于收入增速。公司当期各项费用总体呈现稳中略降的态势，当期发生销售费用 1.002 亿元，同比增长 19.92%，对应费用率为 8.32%，同比基本持平；发生管理费用 1.20 亿元，同比增长 13.27%，对应费用率为 9.99%，同比小幅下降 0.7 个百分点，主要系研发及管理费用规模化效应所致。总体而言，公司财务表现稳定，财务风险可控。
- **盈利预测：**我们认为作为以家庭医疗器械和医用高值耗材为主导业务的医疗器械企业，此前在家用医疗器械方面渠道优势明显，品种布局齐全，而经过过去几年的研发并购其医院产品线也正在逐步完善。其以“精细化、高毛利、高附加值产品”为聚焦的发展战略清晰，管理层也有着很强的执行能力。作为国内为数不多正在走向综合性医疗器械集团的公司，其未来也具有通过并购不断扩张业务规模与产品线预期。预计未来随着公司新产品的逐步放量 and 临床销售渠道的日益完善，公司利润有望逐步重回较快增长的通道，我们维持对公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.60、0.76、0.95 元，对应估值分别为 46、37、29 倍，继续维持对其的“增持”评级。
- **股价催化剂：**利用产业资本资源持续性开展外延式并购
- **风险提示：**新品种推广进度低于预期

表 1、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	293	464	472	429	-9.2%	1312	1424	8.5%
营业成本	214	277	275	253	-7.9%	823	887	7.8%
毛利	79	187	197	176	-10.9%	489	537	9.7%
销售费用	31	29	34	46	33.5%	96	124	28.8%
管理费用	15	45	52	55	5.4%	124	145	17.7%
财务费用	5	-1	-1	-0	-63.9%	-6	-1	-77.6%
资产减值	-4	11	5	2	-53.3%	7	6	-5.8%
公允价值	0	0	0	0		-0	0	-200.0%
投资收益	0	-0	0	-0	-223.1%	1	-0	-117.6%
营业利润	31	96	103	70	-32.2%	261	253	-3.1%
利润总额	58	107	110	75	-32.5%	279	298	6.9%
净利润	48	94	98	60	-38.3%	244	258	5.7%
EPS	0.090	0.178	0.184	0.113	-38.3%	0.459	0.485	5.7%
销售费用率	10.7%	6.3%	7.2%	10.6%	3.4%	7.3%	8.7%	1.4%
管理费用率	5.1%	9.8%	11.0%	12.8%	1.8%	9.4%	10.2%	0.8%
财务费用率	1.6%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.1%	-0.5%	-0.1%	0.4%
所得税率	16.5%	11.3%	11.3%	18.9%	7.6%	12.2%	13.3%	1.1%
毛利率	27.0%	40.3%	41.7%	40.9%	-0.8%	37.3%	37.7%	0.4%
净利润率	16.4%	20.4%	20.7%	14.0%	-6.6%	18.6%	18.1%	-0.5%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1279	1496	1838	2352
货币资金	323	679	894	1287
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	326	327	388	450
其他应收款	68	82	95	111
存货	293	210	230	250
非流动资产	534	661	728	761
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	401	503	575	604
在建工程	30	35	32	26
油气资产	0	0	0	0
无形资产	65	64	62	61
资产总计	1813	2156	2567	3113
流动负债	267	340	346	388
短期借款	3	4	4	4
应付票据	0	0	0	0
应付账款	195	224	252	285
其他	69	112	90	98
非流动负债	30	32	32	32
长期借款	20	20	20	20
其他	10	12	12	12
负债合计	296	372	378	420
股本	532	532	532	532
资本公积	69	69	69	69
未分配利润	810	1045	1408	1861
少数股东权益	11	11	13	14
股东权益合计	1517	1784	2189	2694
负债及权益合计	1813	2156	2567	3113

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	258	320	403	503
折旧和摊销	34	34	42	48
资产减值准备	-3	0	5	5
无形资产摊销	6	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1	-6	-10	-15
投资损失	0	-1	-1	-1
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	157	-211	132	89
经营活动产生现金流量	137	547	318	452
投资活动产生现金流量	-76	-144	-114	-74
融资活动产生现金流量	-32	-46	10	15
现金净变动	29	357	215	393
现金的期初余额	321	323	679	894
现金的期末余额	351	679	894	1287

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1424	1713	1987	2305
营业成本	887	1020	1147	1297
营业税金及附加	10	12	14	16
销售费用	124	180	207	235
管理费用	145	180	207	235
财务费用	-1	-6	-10	-15
资产减值损失	6	8	8	8
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
营业利润	253	320	416	530
营业外收入	47	45	45	45
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	298	364	460	574
所得税	40	44	55	69
净利润	259	321	405	505
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	258	320	403	503
EPS(元)	0.49	0.60	0.76	0.95

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	8.5%	20.3%	16.0%	16.0%
营业利润增长率	-3.1%	26.9%	29.8%	27.4%
净利润增长率	5.7%	23.9%	26.2%	24.7%
盈利能力(%)				
毛利率	37.7%	40.5%	42.3%	43.7%
净利率	18.1%	18.7%	20.3%	21.8%
ROE	17.1%	18.0%	18.5%	18.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	16.3%	17.3%	14.7%	13.5%
流动比率	4.79	4.40	5.31	6.07
速动比率	3.70	3.78	4.65	5.42
营运能力(次)				
资产周转率	0.85	0.86	0.84	0.81
应收帐款周转率	4.28	4.88	5.17	5.11
每股资料(元)				
每股收益	0.49	0.60	0.76	0.95
每股经营现金	0.23	1.03	0.60	0.85
每股净资产	2.83	3.34	4.09	5.04
估值比率(倍)				
PE	57.10	46.08	36.52	29.28
PB	9.78	8.31	6.77	5.50

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。