

鱼跃医疗 (002223.SZ) / 医疗器械

证券研究报告/公司点评

2023年5月4日

评级：买入(维持)

市场价格：31.56

分析师：谢木青

执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

联系人：于佳喜

Email: yujx@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,894	7,102	8,598	10,193	12,105
增长率 yoy%	3%	3%	21%	19%	19%
净利润(百万元)	1,482	1,595	1,887	2,240	2,648
增长率 yoy%	-16%	8%	18%	19%	18%
每股收益(元)	1.48	1.59	1.88	2.23	2.64
每股现金流量	1.20	2.30	1.73	2.31	2.52
净资产收益率	18%	16%	16%	16%	16%
P/E	21.3	19.8	16.8	14.1	11.9
P/B	3.8	3.2	2.7	2.3	2.0

注：股价信息截止至 2022 年 5 月 3 日

投资要点

- **事件：公司发布 2023 年一季报，2023 年一季度公司实现营业收入 27.03 亿元，同比增长 48.41%，归母净利润 7.14 亿元，同比增长 53.64%，扣非净利润 7.03 亿元，同比增长 79.18%。**
- **院内诊疗、院外消费快速恢复，常规业务实现超预期增长。**2023 年以来，随着国内经济形势的逐渐好转以及院内门诊客流的稳步恢复，公司糖尿病、康复等各项常规业务迎来快速复苏；新冠疫情过后，居民的健康意识尤其是呼吸道健康意识显著提升，同时叠加部分新冠相关需求，呼吸治疗、感染控制等板块在同期高基数下仍然实现快速增长，家用板块的血压计、测温仪等品种也同样保持稳健增速。2023Q2 以来，公司各项生产经营活动基本恢复到疫情前正常状态，我们预计未来公司业绩有望逐渐回归常态化增长中枢。
- **生产制造改进+管理效率提升，盈利能力不断优化。**2023 年一季度公司销售费用率 11.05%，同比提升 0.23pp，基本保持稳定，管理费用率 4.02%，同比下降 1.20pp，研发费用率 5.00%，同比下降 2.08pp，财务费用率-0.04%，同比下降 0.32pp。随着公司战略规划的逐渐清晰，人才储备、新品研发等工作稳步推进，期间费用控制良好。同时随着公司丹阳基地等新产能的逐渐释放，公司生产端持续升级改造，自动化产线、智能化仓储物流等带动公司制造成本显著优化，盈利能力稳步提升。
- **三代 CGM、国产化 AED 等高端新品持续落地，有望带动业绩加速。**公司聚焦呼吸、血糖、感控等几项核心业务条线，持续加大研发投入，加速推进新产品立项研发和现有产品的技术改造，在高端市场领域不断突破。2023 年一季度公司新一代连续血糖监测产品 CT3 顺利获批，自主研发的国产 AED 产品 M600 也已经获得注册证，未来有望带动糖尿病、急救等板块实现加速增长；同时公司积极孵化眼部健康、智能康复等高潜力业务，有望为公司中长期的业绩增长奠定基础。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2023 年公司常规业务有望实现良好恢复，预计 2023-2025 年公司收入 85.98、101.93、121.05 亿元，同比增长 21%、19%、19%，归属母公司净利润 18.87、22.40、26.48 亿元，同比增长 18%、19%、18%。**考虑到公司常规产品加速恢复，新兴业务成长性强，新冠疫情后国内外品牌力快速提升，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**产品推广不达预期风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

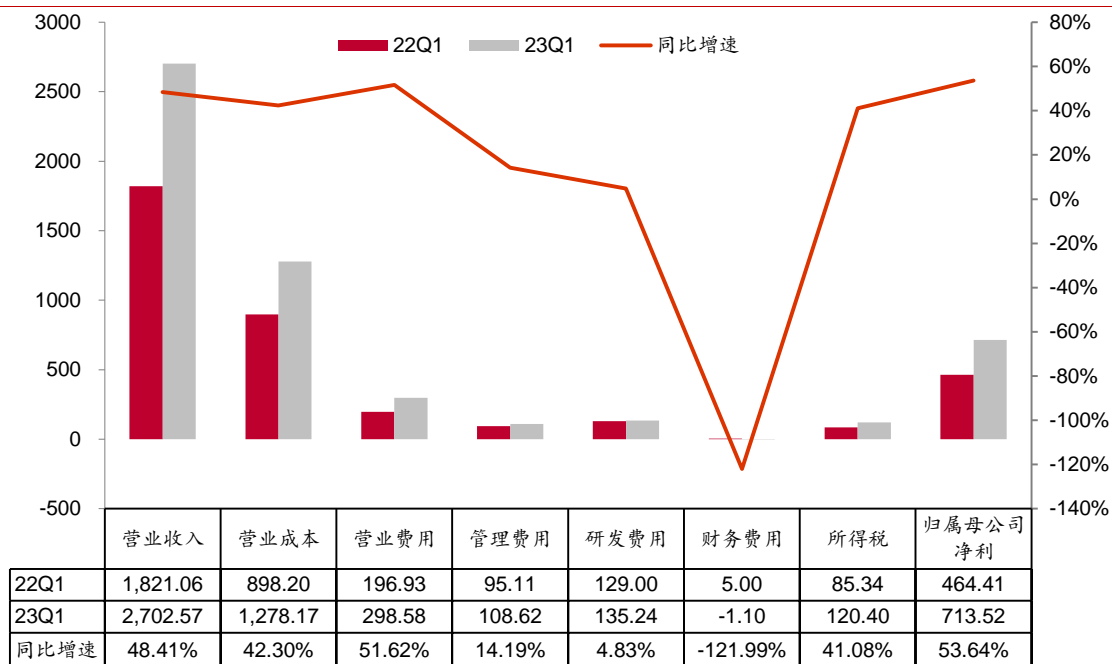
基本状况

总股本(百万股)	1,002
流通股本(百万股)	941
市价(元)	31.56
市值(百万元)	31,638
流通市值(百万元)	29,702

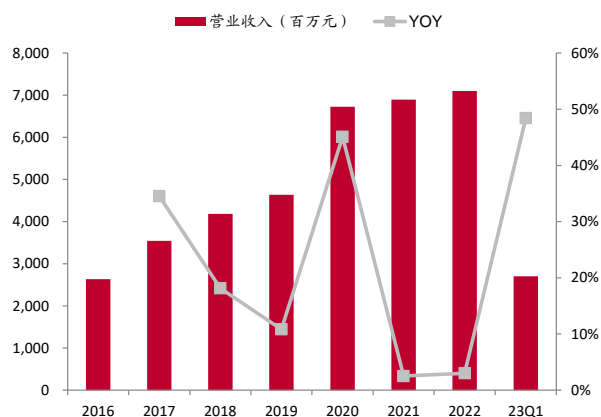
股价与行业-市场走势对比

相关报告

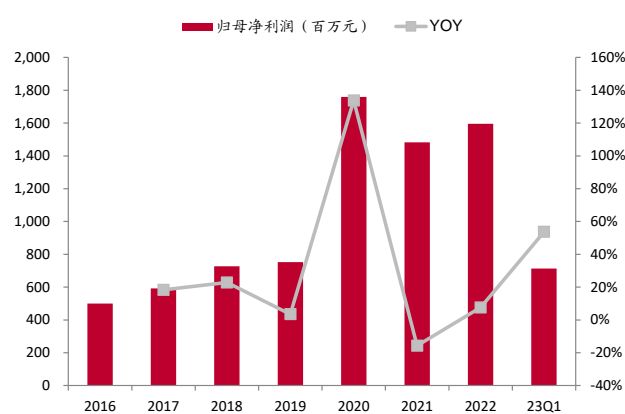
- 1 鱼跃医疗 (002223.SZ)：业绩符合预期，常规产品加速恢复
- 2 鱼跃医疗 (002223.SZ)：业绩持续超预期，疫情相关产品海外持续放量
- 3 鱼跃医疗 (002223.SZ)：业绩超预期，传统主业持续恢复，呼吸机、额温枪贡献较大业绩弹性

图表 1: 鱼跃医疗主要财务指标变化 (百万元)


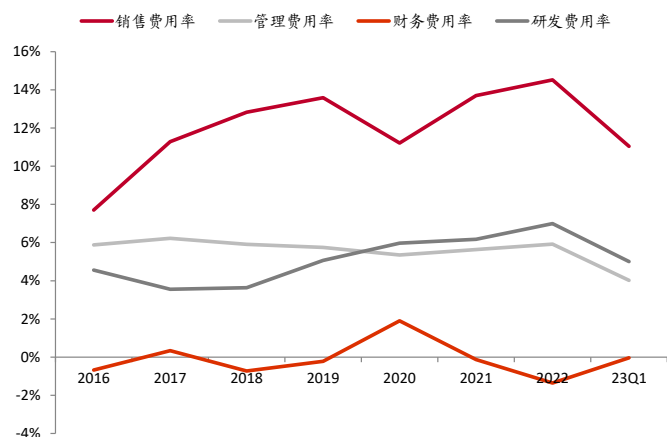
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 鱼跃医疗主营业务收入情况 (百万元)


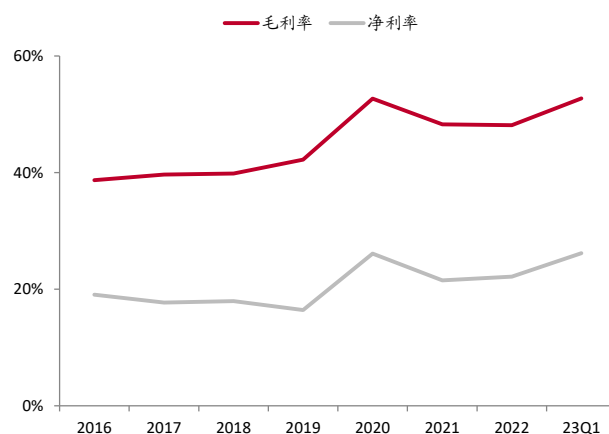
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 鱼跃医疗归母净利润情况 (百万元)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 鱼跃医疗三项费用率变化情况


来源: wind, 中泰证券研究所

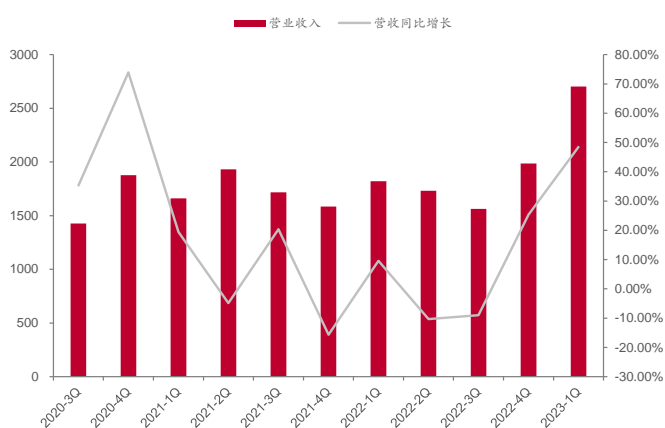
图表 5: 鱼跃医疗盈利能力变化


来源: wind, 中泰证券研究所

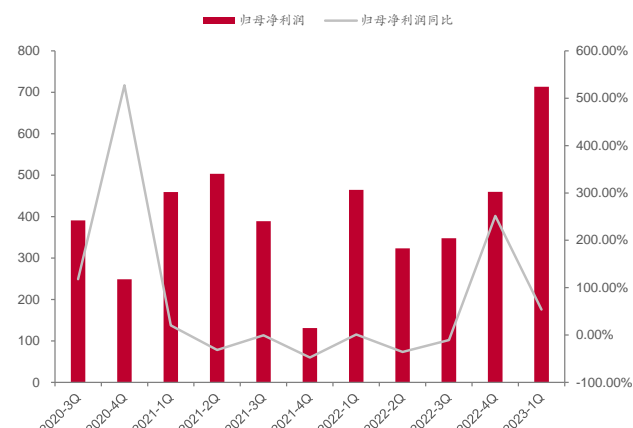
图表 6: 鱼跃医疗分季度财务数据 (百万元)

	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q
营业收入	1,877.48	1,661.55	1,931.19	1,717.52	1,584.05	1,821.06	1,731.74	1563.48	1985.4	2702.57
营收同比增长	73.90%	19.45%	-4.86%	20.32%	-15.63%	9.60%	-10.33%	-8.97%	25.34%	48.41%
营收环比增长	31.52%	-11.50%	16.23%	-11.06%	-7.77%	14.96%	-4.90%	-9.72%	26.99%	36.12%
营业成本	1,050.65	799.82	979.48	885.67	900.32	898.20	976.34	843.92	965.18	1278.17
营业费用	222.59	194.66	209.18	212.05	329.11	196.93	255.22	233.55	345.77	298.58
管理费用	252.80	147.29	201.40	220.06	131.66	95.11	108.71	100.33	116.18	108.62
财务费用	91.39	-23.13	17.74	-10.23	6.98	5.00	-40.09	-57.83	-3.34	-1.10
营业利润	232.41	526.02	604.76	404.11	153.15	545.42	377.76	353.93	564.7	865.19
利润总额	234.75	538.43	602.33	404.10	156.99	547.22	378.79	356.63	559.78	827.54
所得税	-15.03	76.60	96.61	19.39	25.23	85.34	64.88	14.79	104.72	120.4
归母净利润	248.87	459.30	503.44	388.86	130.83	464.41	323.45	347.6	459.58	713.52
归母净利润同比	527.44%	20.04%	-31.66%	-0.52%	-47.43%	1.11%	-35.75%	-10.61%	251.28%	53.64%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 鱼跃医疗分季度营业收入变化 (百万)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 鱼跃医疗分季度归母净利润变化 (百万)


来源: wind, 中泰证券研究所

风险提示

- **产品推广不达预期风险。**公司产品价格处于国产和进口之间，同时部分新品种比如睡眠呼吸机、电动轮椅等渗透率较低，可能存在市场推广不急预期的风险。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 9: 鱼跃医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,838	5,858	7,496	9,435	营业收入	7,102	8,598	10,193	12,105
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,684	4,609	5,470	6,500
应收账款	647	628	734	859	税金及附加	70	85	101	120
预付账款	82	79	108	120	销售费用	1,031	1,118	1,284	1,513
存货	1,509	1,667	2,070	2,491	管理费用	420	464	510	605
合同资产	4	1	2	2	研发费用	496	602	663	751
其他流动资产	2,797	2,959	2,961	3,093	财务费用	-96	-56	-55	-65
流动资产合计	9,873	11,190	13,369	15,998	信用减值损失	-13	-10	-5	-10
其他长期投资	142	148	156	164	资产减值损失	-104	-20	-10	-20
长期股权投资	243	243	243	243	公允价值变动收益	2	2	2	2
固定资产	2,099	2,289	2,413	2,471	投资收益	129	122	126	124
在建工程	24	29	24	24	其他收益	161	133	80	106
无形资产	520	618	666	699	营业利润	1,842	2,174	2,585	3,055
其他非流动资产	2,195	2,201	2,205	2,208	营业外收入	9	14	12	13
非流动资产合计	5,222	5,527	5,706	5,810	营业外支出	9	9	9	9
资产合计	15,095	16,717	19,075	21,808	利润总额	1,842	2,179	2,588	3,059
短期借款	55	73	50	50	所得税	269	319	379	448
应付票据	190	59	88	131	净利润	1,573	1,860	2,209	2,611
应付账款	1,257	1,418	1,775	2,054	少数股东损益	-22	-26	-31	-37
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,595	1,886	2,240	2,648
合同负债	293	299	388	441	NOPLAT	1,491	1,812	2,162	2,556
其他应付款	0	0	0	0	EPS (按最新股本摊薄)	1.59	1.88	2.23	2.64
一年内到期的非流动负债	519	519	519	519					
其他流动负债	872	979	1,081	1,226					
流动负债合计	3,186	3,347	3,900	4,420	主要财务比率				
长期借款	1,509	1,309	1,109	909	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	333	333	333	333	营业收入增长率	3.0%	21.1%	18.6%	18.8%
非流动负债合计	1,843	1,643	1,443	1,243	EBIT增长率	3.1%	21.6%	19.3%	18.2%
负债合计	5,029	4,990	5,343	5,663	归母公司净利润增长率	7.6%	18.3%	18.7%	18.2%
归属母公司所有者权益	9,860	11,547	13,584	16,034	获利能力				
少数股东权益	206	180	149	111	毛利率	48.1%	46.4%	46.3%	46.3%
所有者权益合计	10,066	11,727	13,733	16,145	净利率	22.1%	21.6%	21.7%	21.6%
负债和股东权益	15,095	16,717	19,075	21,808	ROE	15.8%	16.1%	16.3%	16.4%
					ROIC	23.4%	23.7%	23.6%	23.1%
					偿债能力				
					资产负债率	33.3%	29.8%	28.0%	26.0%
					债务权益比	24.0%	19.1%	14.6%	11.2%
					流动比率	3.1	3.3	3.4	3.6
					速动比率	2.6	2.8	2.9	3.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
					应收账款周转天数	29	27	24	24
					应付账款周转天数	109	104	105	106
					存货周转天数	136	124	123	126
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.59	1.88	2.23	2.64
					每股经营现金流	2.30	1.73	2.31	2.52
					每股净资产	9.84	11.52	13.55	15.99
					估值比率				
					P/E	20	17	14	12
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	58	49	41	35

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。