

2023年04月30日
鱼跃医疗(002223.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

医疗器械

22Q4 及 23Q1 业绩高增长，创新品种接续抗疫产品驱动公司长期发展

■ 公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，业绩实现高速增长。

(1) 2022 年报：公司 2022 年实现营业收入 71.02 亿元，同比增长 3.01%；归母净利润 15.95 亿元，同比增长 7.60%；扣非归母净利润 12.51 亿元，同比减少 5.19%，主要系 22 年计入非经常损益的政府补助和非流动资产处置损益增加较多。22Q4 单季度来看，公司实现营业收入 19.85 亿元，同比增长 25.34%；归母净利润 4.60 亿元，同比增长 251.29%；扣非归母净利润 2.91 亿元，同比增长 230.81%；2022 年毛利率为 48.13%/-0.16pcts，净利率 22.15%/+0.62pcts，毛利率降低主要系疫情下两期业务结构差异和上游原材料波动影响；费用率方面，财务费用率为-1.36%/-1.23pcts，主要系汇兑损益变化，其他费用率均相对稳定；公司现金流量管理加强，经营活动现金流量大幅改善，净额为 23.05 亿元 (+91.88%)。

(2) 2023 年一季报：2023Q1，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 53.79%；扣非归母净利润 7.03 亿元，同比增长 79.18%；毛利率 52.71%/+2.03pcts，净利率 26.17%/+0.81pcts，受电商大促影响，一和三季度毛利率较高。销售费用率 11.05%/+0.24pcts，管理费用率 4.02 %/-1.20pcts，研发费用率 5.00%/-2.08pcts，财务费用率-0.04%/-0.31pcts，销售费用增长主要系公司扩大销售规模增加了电商平台投入、广告投放力度等所致；财务费用下降主要系公司定期存款利息收入增加所致；公司研发费用和管理费用同比均有增长，主要系营收增长较多，费用率有所下降。

■ 呼吸、感控、糖尿病等核心主业条线实现较快增长，家用电子、康复临床等业务实现稳定增长。

(1) 三大核心板块：1) 呼吸治疗解决方案板块：若剔除制氧机产品 21 年海外涉疫订单，2022 年营收提升明显，雾化产品同比增长近 30%，呼吸机产品同比增长超 20%。整体来看，2022 年此板块实现营收 22.39 亿元(-14.62%)，占总收入比重 31.53%，毛利率为 53.37%/-2.06pcts。公司 2021 年受海外疫情影响业绩暴增，基数较大，2022 年营收有所下降，该板块常规销售业务发展势头较好，海内外市场得到有序拓展。2) 感染控制解决方案板块：2022 年实现营收 11.84 亿元(+32.57%)，占总收入比重 16.68%，毛利率为 55.64%/+1.18pcts。该业务营收增长迅速，公司新品研发和学术推广活动有序开展，院内外销售团队配合实现了各渠道业务规模加速拓展。3) 糖尿病护理解决方案板块：2022 年实现营收 5.30 亿元 (+16.04%)，占总收入比重 7.46%，毛利

投资评级	买入-A 维持评级
12 个月目标价	55.75 元
股价 (2023-04-28)	31.56 元

交易数据	
总市值(百万元)	31,638.17
流通市值(百万元)	29,701.74
总股本(百万股)	1,002.48
流通股本(百万股)	941.12
12 个月价格区间	22.24/40.74 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.5	3.4	38.5
绝对收益	2.2	-0.3	41.2

马帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

相关报告

鱼跃医疗 CGM 新产品蓄势待发，创新家用器械龙头平台优势日益凸显	2023-03-16
Q2 受基数及疫情影响显著，下半年表现增速有望提振	2022-08-24

率为 60.85%/-4.63pcts。公司产品迭代及新品研发推进迅速，并持续深化院内外市场拓展，相关产品市占率和客户群实现良好增长。

(2) 其他业务：家用类电子检测及体外诊断板块：2022 年实现营收 15.21 亿元 (+5.06%)，占总收入比重 21.42%，毛利率为 46.22%/-4.31pcts。公司体温、血氧等业务保持快速发展趋势，主要产品渗透率不断提升。**康复及临床器械板块：**2022 年实现营收 14.08 亿元 (+14.70%)，占总收入比重 19.83%，毛利率为 33.29%/+10.56pcts。**急救板块：**2022 年实现营收 1.51 亿元 (-17.33%)，占总收入比重 2.13%，毛利率为 27.07%/-7.11pcts。急救业务受国际芯片供应短缺问题，营收收到一定影响，原有机型芯片更换和软件升级工作已高效推进，M600 的 ADE 新机已获国产注册证，同时子公司迅捷医疗引入重要战略投资者腾讯，助力 AED 业务发展。

目 CGM 新产品 CT3 获证，MARD 值达到国际一线水平，有望成为公司新的增长点。

2023 年 3 月 15 日，公司新一代血糖产品安耐糖 AnytimeCT3 获证；在 3 月 11 日，安耐糖在中国首届糖尿病先进技术与治疗大会亮相；临床试验方面，安耐糖的 MARD 值为 9.07%，已进入国际上最好的 CGM 系统所产生 MARD 值的范围内。根据公司公告，可观察到 2021 年首次购进公司 CGM 产品的医院于 2022 年整体复购率有所提升，且 CGM 入院速度在加快，CT3 的上市能够帮助公司更好地应对医院招标项目。此外，由于院外市场对于 CGM 免校准属性较为看重，CT3 的顺利上市也将对公司 CGM 业务院外市场的发展产生助力。

目 投资建议：

买入-A 投资评级，12 个月目标价 55.75 元。我们预计公司 2023 年-2025 年的收入增速分别为 19.9%、14.0%、15.7%，净利润的增速分别为 27.0%、10.3%、16.3%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，12 个月目标价为 55.75 元，相当于 2024 年 25 倍的动态市盈率。

目 风险提示：新产品放量的不确定性、产品入院的不确定性。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	6894.31	7101.68	8518.17	9713.99	11239.15
净利润	1482.42	1595.04	2026.24	2234.14	2597.31
每股收益(元)	1.48	1.59	2.02	2.23	2.59
每股净资产(元)	8.25	9.84	11.86	13.84	16.24

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	21.34	19.84	15.61	14.16	12.18
市净率(倍)	3.82	3.21	2.66	2.28	1.94
净利润率	21.50%	22.46%	23.79%	23.00%	23.11%
净资产收益率	17.92%	16.18%	17.05%	16.10%	15.96%

股息收益率	0.94%	0.00%	0.79%	0.77%	0.63%
ROIC	42.69%	36.93%	54.61%	57.24%	64.99%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,894.3	7,101.7	8,518.2	9,714.0	11,239.2	成长性					
减: 营业成本	3,565.3	3,683.6	4,302.5	4,912.0	5,659.1	营业收入增长率	2.5%	3.0%	19.9%	14.0%	15.7%
营业税费	66.1	70.3	81.5	94.1	109.2	营业利润增长率	-16.0%	9.1%	25.4%	8.9%	16.1%
销售费用	945.0	1,031.5	1,150.0	1,282.2	1,472.3	净利润增长率	-15.7%	7.6%	27.0%	10.3%	16.3%
管理费用	388.6	420.3	425.9	485.7	562.0	EBITDA 增长率	-20.1%	0.2%	32.1%	13.1%	15.6%
研发费用	425.7	496.4	511.1	592.6	696.8	EBIT 增长率	-22.9%	-0.4%	36.1%	13.7%	16.1%
财务费用	-8.6	-96.3	-85.2	13.6	15.7	NOPLAT 增长率	-21.3%	1.7%	29.9%	15.0%	16.1%
资产减值损失	-20.6	-104.1	-53.6	-59.4	-72.4	投资资本增长率	17.6%	-12.2%	9.7%	2.3%	2.0%
加: 公允价值变动收益	2.2	2.2	-	-	-	净资产增长率	12.5%	19.4%	20.0%	16.4%	16.9%
投资和汇兑收益	115.8	129.1	124.0	123.0	125.4						
营业利润	1,688.0	1,841.8	2,310.0	2,516.3	2,921.8	利润率					
加: 营业外净收支	13.8	0.6	7.8	7.4	5.3	毛利率	48.3%	48.1%	49.5%	49.4%	49.6%
利润总额	1,701.8	1,842.4	2,317.8	2,523.7	2,927.1	营业利润率	24.5%	25.9%	27.1%	25.9%	26.0%
减: 所得税	217.8	269.7	301.3	302.8	351.2	净利润率	21.5%	22.5%	23.8%	23.0%	23.1%
净利润	1,482.4	1,595.0	2,026.2	2,234.1	2,597.3	EBITDA/营业收入	26.5%	25.8%	28.5%	28.2%	28.2%
						EBIT/营业收入	23.8%	23.0%	26.1%	26.0%	26.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	99	103	88	75	64
						流动营业资本周转天数	16	7	3	14	17
						流动资产周转天数	319	424	417	409	439
						应收帐款周转天数	29	31	35	32	33
						存货周转天数	58	70	60	62	63
						总资产周转天数	576	687	636	596	598
						投资资本周转天数	195	192	157	146	129
						投资回报率					
						ROE	17.9%	16.2%	17.0%	16.1%	16.0%
						ROA	12.4%	10.4%	13.4%	12.9%	12.8%
						ROIC	42.7%	36.9%	54.6%	57.2%	65.0%
						费用率					
						销售费用率	13.7%	14.5%	13.5%	13.2%	13.1%
						管理费用率	5.6%	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
						研发费用率	6.2%	7.0%	6.0%	6.1%	6.2%
						财务费用率	-0.1%	-1.4%	-1.0%	0.1%	0.1%
						四费/营业收入	25.4%	26.1%	23.5%	24.4%	24.4%
						偿债能力					
						资产负债率	29.7%	33.3%	19.4%	18.1%	18.6%
						负债权益比	42.3%	50.0%	24.1%	22.2%	22.8%
						流动比率	3.75	3.10	3.75	4.34	4.42
						速动比率	3.06	2.63	3.25	3.62	3.86
						利息保障倍数	-190.12	-16.99	-26.12	186.03	186.69
						分红指标					
						DPS(元)	0.30	-	0.25	0.24	0.20
						分红比率	20.2%	0.0%	12.3%	10.8%	7.7%
						股息收益率	0.9%	0.0%	0.8%	0.8%	0.6%

现金流量表

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,484.0	1,572.7	2,026.2	2,234.1	2,597.3
加: 折旧和摊销	228.5	237.4	198.8	210.4	231.3
资产减值准备	47.7	116.7	-	-	-
公允价值变动损失	-2.2	-2.2	-	-	-
财务费用	30.5	-41.6	-85.2	13.6	15.7
投资收益	-115.8	-129.1	-124.0	-123.0	-125.4
少数股东损益	1.6	-22.3	-9.8	-13.3	-21.5
营运资金的变动	-317.4	1,351.1	-452.4	-130.6	-64.5
经营活动产生现金流量	1,201.2	2,304.9	1,553.7	2,191.3	2,633.0
投资活动产生现金流量	-1,828.7	-417.9	30.0	15.5	-122.4
融资活动产生现金流量	774.7	354.9	-1,819.0	-196.3	-142.6

业绩和估值指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS(元)	1.48	1.59	2.02	2.23	2.59
BVPS(元)	8.25	9.84	11.86	13.84	16.24
PE(X)	21.3	19.8	15.6	14.2	12.2
PB(X)	3.8	3.2	2.7	2.3	1.9
P/FCF	18.2	11.9	-141.5	14.3	12.2
P/S	4.6	4.5	3.7	3.3	2.8
EV/EBITDA	18.4	14.0	9.8	7.9	6.1
CAGR(%)	14.4%	17.9%	4.7%	14.4%	17.9%
PEG	1.5	1.1	3.3	1.0	0.7
ROIC/WACC	4.1	3.5	5.2	5.5	6.2
REP	2.0	2.0	1.2	1.0	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034