

鱼跃医疗(002223)

报告日期: 2023年05月10日

## 新产品商业化, 业绩加速增长

### ——鱼跃医疗 2022 年报及 2023 一季报点评报告

#### 投资要点

公司披露 2022 年年报及 2023 年一季报, 2022 年营业收入 71.02 亿元, 同比增长 3.0%; 归母净利润 15.95 亿元, 同比增长 7.6%。其中 Q4 收入 19.85 亿元, 同比增长 25.3%, 归母净利润 4.60 亿元, 同比增长 251%。2023Q1 收入 27.03 亿元, 同比增长 48.4%, 归母净利润 7.14 亿元, 同比增长 53.8%。2022Q4 与 2023Q1 疫情相关产品需求增长带来收入利润高增长, 2023Q1 公司持续性血糖监测产品获批, 我们认为随新产品放量、疫后常态化家用医疗器械产品需求恢复, 全年收入与利润高增长可期。

#### □ 成长性: 持续向高端切换, 新品放量有望拉动收入高增长

(1) 持续向高端切换, 品牌力持续提升。我们认为, 相比医用器械, 家用医疗器械对品牌力有更强的依赖性, 公司品牌持续向高端切换, 布局 AED、持续血糖监测等新兴领域, 产品持续创新迭代, 2022 年研发费用 4.96 亿元, 同比增长 16.6%, 布局便携式制氧机、医用高流量湿化治疗仪、新型制氧机等持续向高端切换的多款产品, 提升品牌竞争力与影响力; (2) 新品布局, 构建新增长曲线。2023 年 3 月 15 日, 鱼跃医疗 14 天免校准 CGM 产品 NMPA 取证, 根据微泰医疗招股书数据, 2020-2030 年, 我国持续血糖监测市场规模迅速提升有望由 1 亿美金迅速提升至 26 亿美金, 市场规模 CAGR34%。我们认为, 14 天免校准产品 CT3 面向院外市场, 借助公司传统血糖的客群优势、完善的线上渠道优势等, 有望实现快速放量; CT3、AED 等新品长期放量, 叠加传统业务在疫后恢复、渠道拓展下稳定增长, 我们认为 2023 年公司收入有加速增长趋势。

#### □ 盈利能力: 期间费用率有下降趋势, 净利率有望略升

(1) 期间费用率有下降趋势。2023Q1 公司销售费用率 11.05%, 同比提升 0.24pct; 管理费用率 4.02%, 同比下降 1.20pct; 研发费用率 5.00%, 同比下降 2.08pct, 整体费用率有下降趋势; 我们认为, 2023 年随公司战略方向布局逐步稳定, 叠加规模效应下, 公司期间费用率有望下降。(2) 净利率或将略有提升。2023Q1 公司毛利率 52.71%, 同比提升 2.03pct; 净利率 26.17%, 同比提升 0.81pct。我们认为, 2023 年随公司成本控制对冲产品结构调整影响, 公司毛利率或将相对稳定, 随 2023 年公司期间费用率略降, 净利率有望略有提升。

#### □ 收益质量大幅提升

2022 年公司经营活动产生的现金流量净额 23.05 亿元 (高于净利润), 同比增长 91.88%; 2023Q1, 公司经营活动净收益/利润总额 97.84%, 同比提升 13.9pct, 收益质量提升趋势鲜明。同时, 2023Q1, 公司存货周转率 0.90, 同比提升 0.21pct, 应收账款周转率 3.71, 同比提升 0.86pct, 营运能力提升。我们认为, 随 2023 年公司新品放量以及产品向院外市场的稳步拓展, 经营质量有望持续提升。

#### □ 盈利预测及估值

基于以上分析, 我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 83.81/98.61/115.24 亿元, 分别同比增长 18.02%、17.67%、16.86%; 归母净利润 18.81/22.06/25.83 亿元, 分别同比增长 17.91%、17.32%、17.06%, 对应 2023-2025 年 EPS 为 1.88/2.20/2.58 元, 对应 2023 年 17 倍 PE, 维持“增持”评级。

#### □ 风险提示

行业竞争加剧的风险; 国际政策/环境变动的风险; 商誉减值风险; 新产品商业化不及预期的风险。

#### 投资评级: 增持(维持)

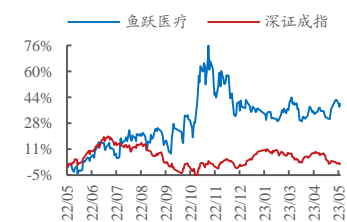
分析师: 孙建  
 执业证书号: S1230520080006  
 02180105933  
 sunjian@stocke.com.cn

研究助理: 司清蕊  
 siqingrui@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 32.35
总市值(百万元)	32,430.13
总股本(百万股)	1,002.48

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《持续高端化的家用器械龙头——鱼跃医疗深度报告》  
 2022.12.23

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7101.68	8381.23	9861.77	11524.13
(+/-) (%)	3.01%	18.02%	17.67%	16.86%
归母净利润	1595.04	1880.74	2206.47	2582.93
(+/-) (%)	7.60%	17.91%	17.32%	17.06%
每股收益(元)	1.59	1.88	2.20	2.58
P/E	20	17	15	13

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9873	11186	13999	17199
现金	4838	6126	8449	11219
交易性金融资产	2514	2398	2456	2427
应收账款	647	684	764	863
其它应收款	26	37	43	48
预付账款	82	76	88	112
存货	1509	1553	1900	2241
其他	257	312	300	289
<b>非流动资产</b>	5222	5051	4838	4646
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	243	224	228	232
固定资产	2099	1998	1897	1795
无形资产	520	473	429	350
在建工程	24	19	15	12
其他	2337	2336	2268	2257
<b>资产总计</b>	15095	16237	18837	21845
<b>流动负债</b>	3186	2260	2644	3064
短期借款	55	0	0	0
应付款项	1447	1275	1548	1867
预收账款	0	0	0	0
其他	1683	985	1097	1197
<b>非流动负债</b>	1843	1778	1787	1792
长期借款	1509	1509	1509	1509
其他	333	269	278	283
<b>负债合计</b>	5029	4038	4432	4857
少数股东权益	206	206	206	206
归属母公司股东权益	9860	11992	14199	16782
<b>负债和股东权益</b>	15095	16237	18837	21845

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2305	1399	2274	2578
净利润	1573	1881	2206	2583
折旧摊销	237	173	172	173
财务费用	(96)	32	(13)	(29)
投资损失	(129)	(124)	(123)	(125)
营运资金变动	806	(506)	268	237
其它	(86)	(57)	(236)	(261)
<b>投资活动现金流</b>	(418)	244	36	164
资本支出	(150)	0	0	0
长期投资	(38)	25	(8)	(2)
其他	(230)	218	43	165
<b>筹资活动现金流</b>	355	(354)	13	29
短期借款	30	(55)	0	0
长期借款	51	0	0	0
其他	274	(299)	13	29
<b>现金净增加额</b>	2242	1288	2323	2770

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7102	8381	9862	11524
营业成本	3684	4357	5084	5899
营业税金及附加	70	80	96	112
营业费用	1031	1101	1331	1557
管理费用	420	427	503	588
研发费用	496	503	592	691
财务费用	(96)	32	(13)	(29)
资产减值损失	117	56	99	127
公允价值变动损益	2	50	53	58
投资净收益	129	124	123	125
其他经营收益	331	168	202	234
<b>营业利润</b>	1842	2166	2549	2995
营业外收支	1	5	5	4
<b>利润总额</b>	1842	2171	2554	2999
所得税	270	291	348	416
<b>净利润</b>	1573	1881	2206	2583
少数股东损益	(22)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1595	1881	2206	2583
EBITDA	2060	2362	2740	3180
EPS (最新摊薄)	1.59	1.88	2.20	2.58

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.01%	18.02%	17.67%	16.86%
营业利润	9.11%	17.60%	17.68%	17.52%
归属母公司净利润	7.60%	17.91%	17.32%	17.06%
<b>获利能力</b>				
毛利率	48.13%	48.01%	48.45%	48.81%
净利率	22.15%	22.44%	22.37%	22.41%
ROE	17.25%	16.89%	16.59%	16.46%
ROIC	12.98%	14.03%	14.11%	14.15%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.31%	24.87%	23.53%	22.23%
净负债比率	41.43%	37.38%	34.06%	31.08%
流动比率	3.10	4.95	5.29	5.61
速动比率	2.63	4.26	4.58	4.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.52	0.53	0.56	0.57
应收账款周转率	12.22	12.53	13.09	12.80
应付账款周转率	3.30	3.44	3.60	3.45
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.59	1.88	2.20	2.58
每股经营现金	2.30	1.40	2.27	2.57
每股净资产	9.84	11.96	14.16	16.74
<b>估值比率</b>				
P/E	20.33	17.24	14.70	12.56
P/B	3.29	2.70	2.28	1.93
EV/EBITDA	13.07	10.85	8.49	6.45

资料来源: wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>