

**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：32.86

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	22.2	20.7	17.5	14.7	12.4
P/B	4.0	3.3	2.9	2.4	2.1

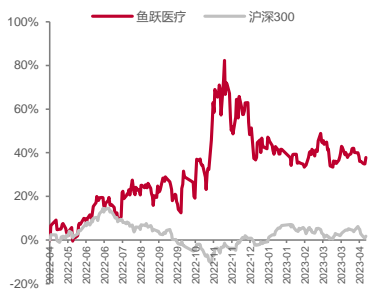
注：股价信息截止至 2023 年 5 月 4 日

**投资要点**

- **事件：公司发布 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 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%，扣非净利润 12.51 亿元，同比下降 5.19%。**
- **分季度来看：2022 年单四季度实现收入 19.85 亿元，同比增长 25.34%，归母净利润 4.60 亿元，同比增长 251.28%，扣非净利润 2.91 亿元，同比增长 230.81%。公司单季度业绩实现高速增长，主要得益于多系列常规产品的有序恢复，以及新冠政策调整带来的呼吸板块订单增加，同时也与 2021Q4 同期低基数有关。**
- **海外高基数影响呼吸治疗增速，多个常规品种取得亮眼业绩。2022 年公司呼吸治疗业务板块实现收入 22.39 亿元，同比下降 14.62%，主要因 2021 年海外疫情下多国制氧机订单大幅提升造成的高基数，剔除新冠相关订单后，公司各项常规产品均有不错表现，其中雾化产品同比增速接近 30%，呼吸机增速超过 20%，制氧机产品销售规模也有明显提升。公司持续加大技术革新，不断在稳定、静音、轻量化等方面持续迭代产品，未来呼吸板块常规产品有望持续快速增长。**
- **糖尿病市占率稳步提升，CT3 上市有望注入新的动力。2022 年公司糖尿病业务实现收入 5.30 亿元，同比增长 16.04%。糖尿病护理是公司近年来重点发力的板块之一，2022 年公司持续深化院内外渠道开拓，升级生产工艺及技术，调整团队与组织结构，革新数字化系统，取得了良好的成效。2023 年 3 月公司新一代持续葡萄糖监测系统在国内正式获批上市，MARD 值与雅培、美敦力等外资品牌的主流型号接近，同时在临床效果、舒适性、便携性等方面进一步升级，未来有望借助公司成熟的销售渠道快速放量。**
- **感控业务成为院内消毒感控第一品牌，多场景解决方案有望巩固优势地位。2022 年公司感染控制解决方案板块实现营业收入 11.84 亿元，同比增长 32.57%，在 2021 年高基数下仍然保持高速增长。公司感控产品凭借优异的传染源控制、人群保护能力获得市场广泛认可，院内外销量行业领先，随着民众感控意识的普遍提升，消毒等产品有望持续放量；同时公司持续开发多场景整体感控解决方案，未来感控业务有望持续保持良好增长趋势。**
- **家用、急救、康复整体表现稳健，2023 年有望迎来复苏。2022 年公司家用类电子检测及体外诊断业务实现收入 15.20 亿元，同比增长 5.06%，急救业务实现收入 1.51 亿元，同比下降 17.32%，康复及临床器械业务实现营业收入 14.08 亿元，同比增长 14.70%。公司中医器械等康复增长稳健，同时持续加快眼科器械产品整合，已经完成初步布局；急救业务因国际芯片供应短期，影响生产经营计划，短期增速放缓；家用板块持续保持稳健增速，其中电子血压计因基数影响下滑大约 7%。我们预计 2023Q2 随着国内疫情防控的好转，相关业务有望实现恢复快速增长趋势。**
- **盈利预测与估值：根据年报数据我们调整盈利预测，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，(调整前 23-24 年 85.6、101.5 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(调整前 23-24 年 17.8、21.2 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)	32.86
市值(百万元)	32,941
流通市值(百万元)	30,925

**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

## 内容目录

高基数下业绩稳健，2023 年有望开始常态化增长.....	- 3 -
糖尿病护理持续高增，感控业务增速强劲.....	- 5 -
风险提示.....	- 8 -

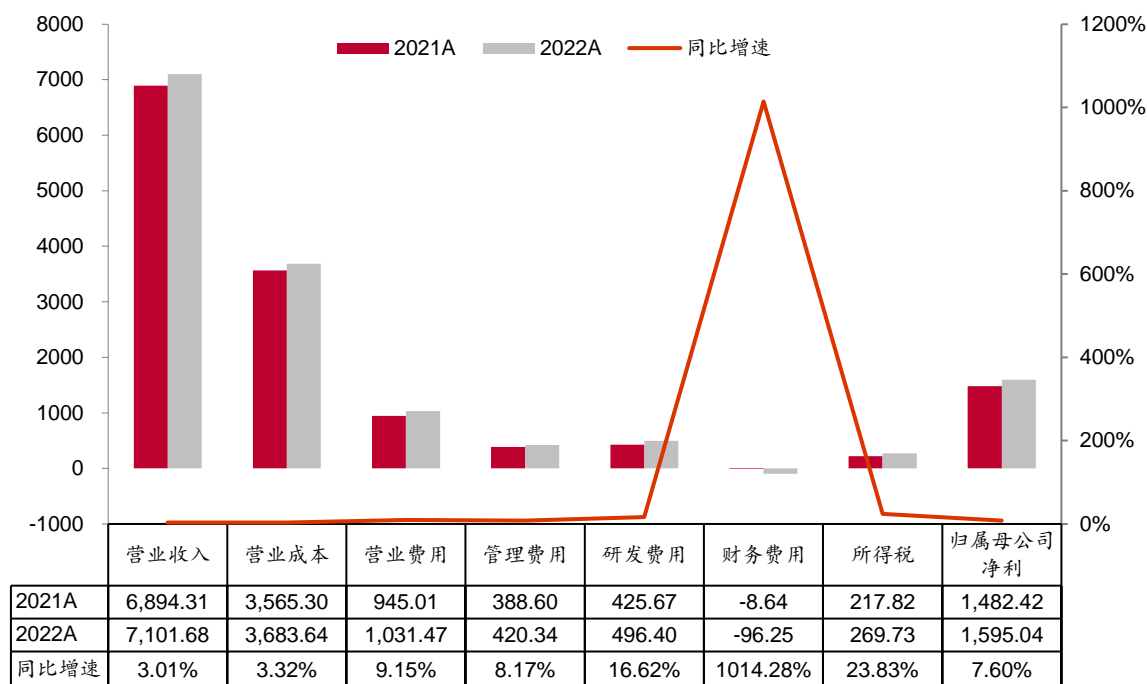
## 图表目录

图表 1: 鱼跃医疗主要财务指标变化 (百万元) .....	- 3 -
图表 2: 鱼跃医疗主营业务收入情况 (百万元) .....	- 3 -
图表 3: 鱼跃医疗归母净利润情况 (百万元) .....	- 3 -
图表 4: 鱼跃医疗各项主营业务占比情况 (2022 年收入, 百万元) .....	- 4 -
图表 5: 鱼跃医疗三项费用率变化情况.....	- 4 -
图表 6: 鱼跃医疗盈利能力变化.....	- 4 -
图表 7: 鱼跃医疗分季度财务数据 (百万元) .....	- 5 -
图表 8: 鱼跃医疗分季度营业收入变化 (百万) .....	- 5 -
图表 9: 鱼跃医疗分季度归母净利润变化 (百万) .....	- 5 -
图表 10: 鱼跃医疗呼吸治疗产品销售情况.....	- 6 -
图表 11: 鱼跃医疗糖尿病产品销售情况.....	- 6 -
图表 12: 鱼跃医疗感控类产品销售情况.....	- 6 -
图表 13: 鱼跃医疗康复及临床器械销售情况.....	- 6 -
图表 14: 鱼跃医疗家用电子检测及诊断产品销售情况.....	- 7 -
图表 15: 鱼跃医疗急救产品销售情况.....	- 7 -
图表 16: 鱼跃医疗财务报表预测.....	- 9 -

## 高基数下业绩稳健，2023 年有望开始常态化增长

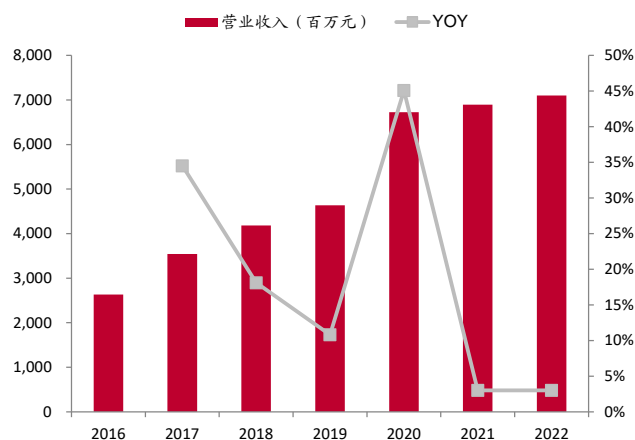
- 2022 年公司实现营业收入 71.02 亿元，同比增长 3.01%，归母净利润 15.95 亿元，同比增长 7.60%，扣非净利润 12.51 亿元，同比下降 5.19%。
- 分业务来看，2022 年呼吸治疗业务板块实现收入 22.39 亿元，同比增长 14.62%，糖尿病业务实现收入 5.30 亿元，同比增长 16.04%，感控产品实现收入 11.84 亿元，同比增长 32.57%，家用类电子检测及体外诊断实现收入 15.20 亿元，同比增长 5.06%，急救业务实现收入 1.51 亿元，同比下降 17.33%，康复及临床器械实现收入 14.09 亿元，同比下降 14.70%。

图表 1: 鱼跃医疗主要财务指标变化 (百万元)



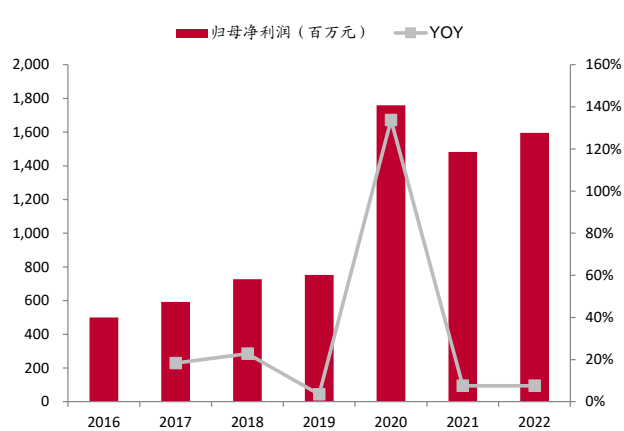
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 鱼跃医疗主营业务收入情况 (百万元)

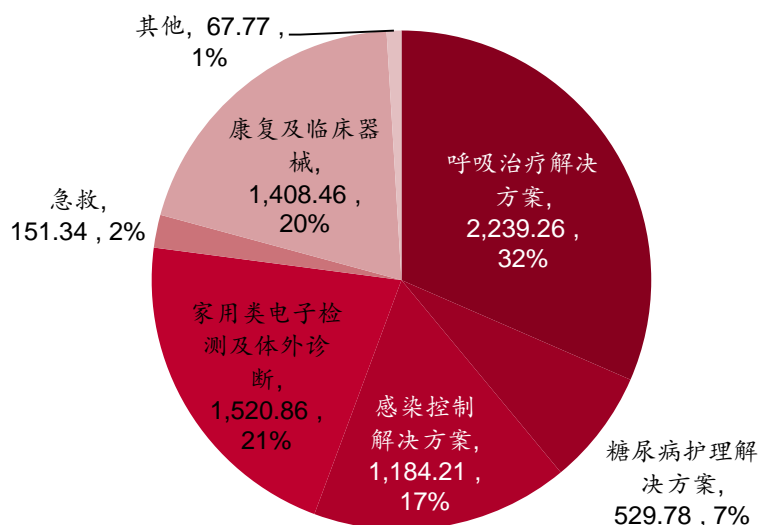


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 鱼跃医疗归母净利润情况 (百万元)

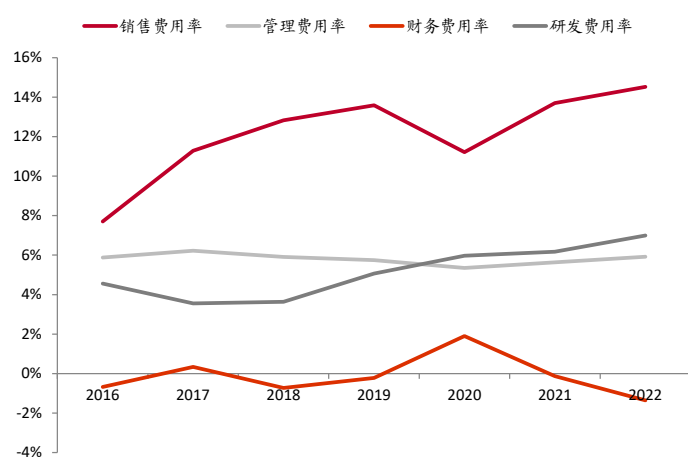


来源: wind, 中泰证券研究所

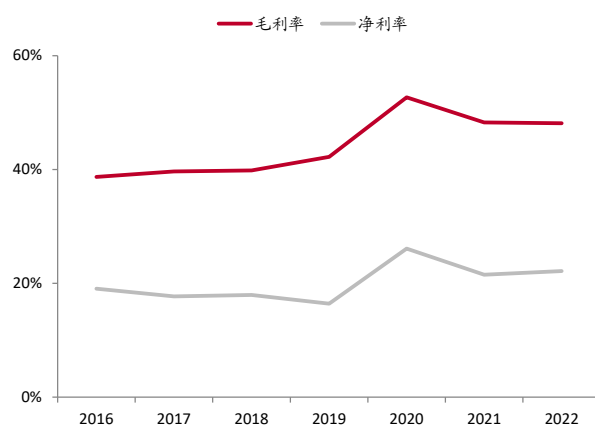
**图表 4: 鱼跃医疗各项主营业务占比情况 (2022 年收入, 百万元)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 盈利能力持续稳定, 费用投入趋近常态化。**公司 2022 年销售费用率 14.52%, 同比提升 0.82pp, 管理费用率 5.92%, 同比提升 0.28pp, 财务费用率-1.36%, 同比下降 1.23pp, 研发费用率 6.99%, 同比提升 0.82pp。2022 年公司整体期间费用率有所提升, 主要因疫情后销售推广、新品研发等投入力度加大; 财务费用显著下降, 主要受到汇率波动影响。2022 年公司毛利率 48.13%, 同比下降 0.16pp, 基本保持稳定, 净利率 22.15%, 同比提升 0.62pp。

**图表 5: 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 6: 鱼跃医疗盈利能力变化**


来源: wind, 中泰证券研究所

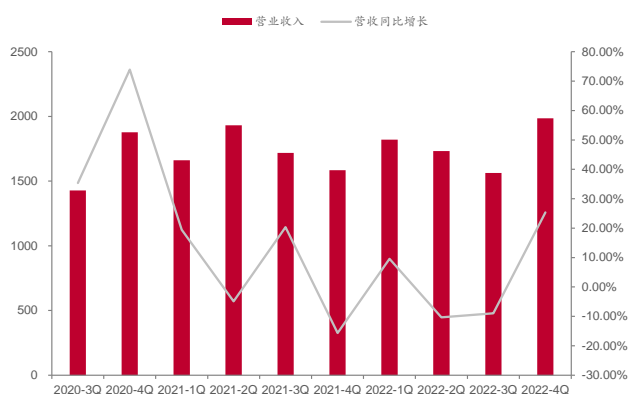
- 分季度来看:**2022 年单四季度实现收入 19.85 亿元, 同比增长 25.34%, 归母净利润 4.60 亿元, 同比增长 251.28%, 扣非净利润 2.91 亿元, 同比增长 230.81%。公司单季度业绩实现高速增长, 主要得益于多系列常规产品的有序恢复, 以及新冠政策调整带来的呼吸板块订单增加, 同时也与 2021Q4 同期低基数有关。

图表 7: 鱼跃医疗分季度财务数据 (百万元)

	2020-3Q	2020-4Q	2021-1Q	2021-2Q	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q
营业收入	1,427.48	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
营收同比增长	35.34%	73.90%	19.45%	-4.86%	20.32%	-15.63%	9.60%	-10.33%	-8.97%	25.34%
营收环比增长	-29.67%	31.52%	-11.50%	16.23%	-11.06%	-7.77%	14.96%	-4.90%	-9.72%	26.99%
营业成本	666.89	1,050.65	799.82	979.48	885.67	900.32	898.20	976.34	843.92	965.18
营业费用	131.96	222.59	194.66	209.18	212.05	329.11	196.93	255.22	233.55	345.77
管理费用	149.31	252.80	147.29	201.40	220.06	131.66	95.11	108.71	100.33	116.18
财务费用	50.90	91.39	-23.13	17.74	-10.23	6.98	5.00	-40.09	-57.83	-3.34
营业利润	450.20	232.41	526.02	604.76	404.11	153.15	545.42	377.76	353.93	564.7
利润总额	454.16	234.75	538.43	602.33	404.10	156.99	547.22	378.79	356.63	559.78
所得税	64.54	-15.03	76.60	96.61	19.39	25.23	85.34	64.88	14.79	104.72
归母净利润	390.89	248.87	459.30	503.44	388.86	130.83	464.41	323.45	347.6	459.58
归母净利润同比	117.70%	527.44%	20.04%	-31.66%	-0.52%	-47.43%	1.11%	-35.75%	-10.61%	251.28%

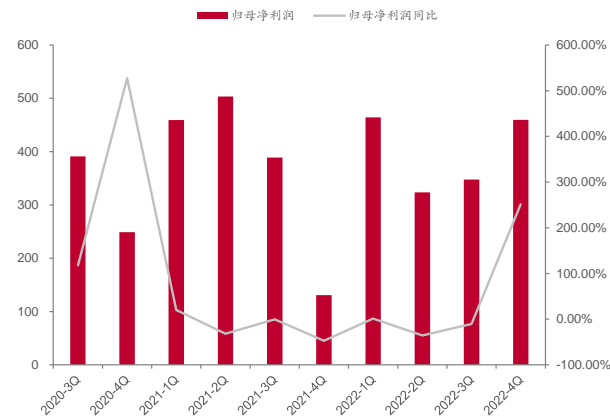
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 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 9: 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

## 糖尿病护理持续高增，感控业务增速强劲

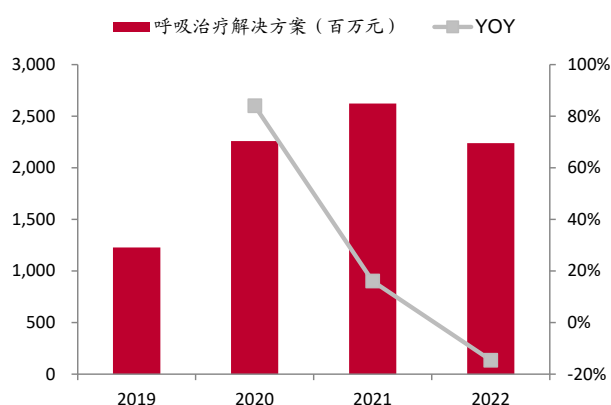
- 海外高基数影响呼吸治疗增速，多个常规品种取得亮眼业绩。**2022 年公司呼吸治疗业务板块实现收入 22.39 亿元，同比下降 14.62%，主要因 2021 年海外疫情下多国制氧机订单大幅提升造成的高基数，但剔除新冠相关订单后，公司各项常规产品均有不错表现，其中雾化产品同比增速接近 30%，呼吸机增速超过 20%，制氧机产品销售规模也有明显提升。公司持续加大技术革新，不断在稳定、静音、轻量化等方面持续迭代产品，未来呼吸板块常规产品有望持续快速增长。
- 糖尿病市占率稳步提升，CT3 上市有望注入新的动力。**2022 年公司糖尿病业务实现收入 5.30 亿元，同比增长 16.04%。糖尿病护理是公司近年来重点发力的板块之一，2022 年公司持续深化院内外渠道开拓，升级生产工艺及技术，变革团队与组织结构，革新数字化系统，取得了良好的成效。2023 年 3 月公司新一代持续葡萄糖监测系统在国内正式获批上市，MARD 值与雅培、美敦力等外资品牌的主流型号接近，同时在临床效果、舒适性、便携性等方面进一步升级，未来有望借助公司成熟的销售渠道快速放量。
- 感控业务成为院内消毒感控第一品牌，多场景方案有望巩固优势地位。**



2022 年公司感染控制解决方案板块实现营业收入 11.84 亿元, 同比增长 32.57%, 在 2021 年高基数下仍然保持高速增长。公司感控产品凭借优异的传染源控制、人群保护能力获得市场广泛认可, 院内外销量行业领先, 随着民众感控意识的普遍提升, 消毒等产品有望持续放量; 同时公司持续开发多场景整体感控解决方案, 未来感控业务有望持续保持良好增长趋势。

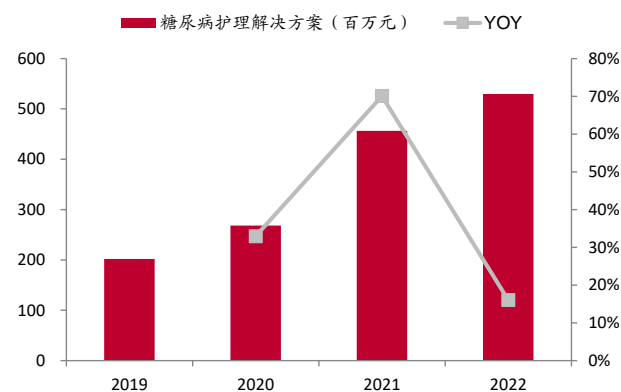
- **家用、急救、康复整体表现稳健, 2023 年有望迎来复苏。**2022 年公司家用类电子检测及体外诊断业务实现收入 15.20 亿元, 同比增长 5.06%, 急救业务实现收入 1.51 亿元, 同比下降 17.32%, 康复及临床器械业务实现营业收入 14.08 亿元, 同比增长 14.70%。公司中医器械等康复增长稳健, 同时持续加快眼科器械产品整合, 已经完成初步布局; 急救业务因国际芯片供应短期, 影响生产经营计划, 增速放缓; 家用板块持续保持稳健增速, 其中电子血压计因基数影响下滑大约 7%。我们预计 2023Q2 随着国内疫情防控的好转, 相关业务有望实现恢复快速增长趋势。

图表 10: 鱼跃医疗呼吸治疗产品销售情况



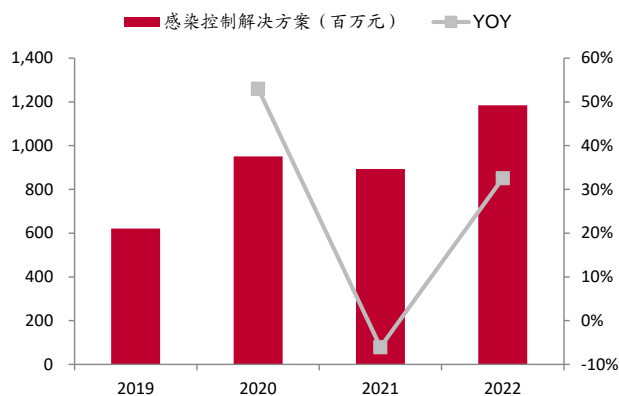
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 鱼跃医疗糖尿病产品销售情况



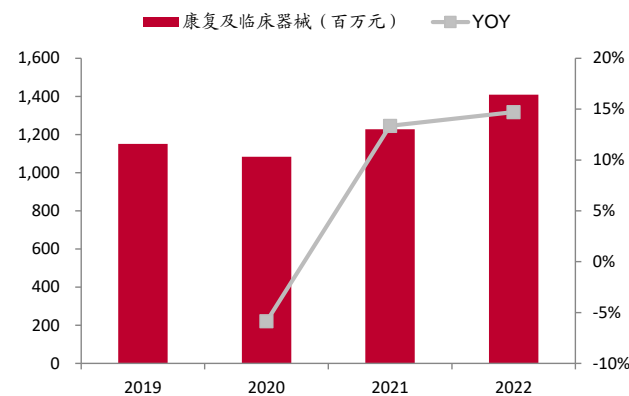
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 鱼跃医疗感控类产品销售情况

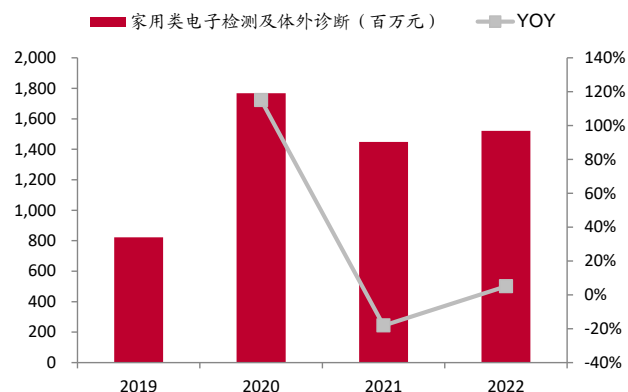


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

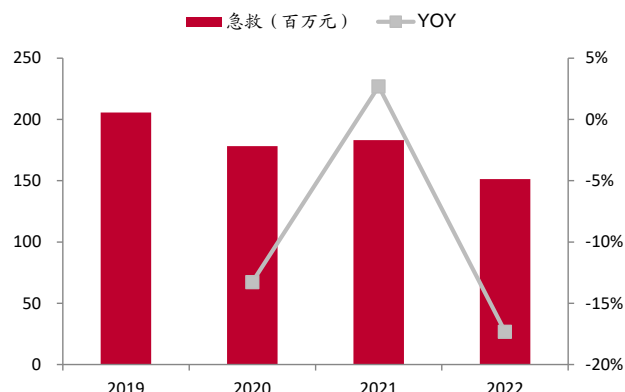
图表 13: 鱼跃医疗康复及临床器械销售情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 14: 鱼跃医疗家用电子检测及诊断产品销售情况**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 15: 鱼跃医疗急救产品销售情况**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 长期来说, 公司明确以呼吸、血糖及家用 POCT、消毒感控为三大核心赛道, 对家用类电子检测及体外诊断、康复及临床器械等基石业务保持稳健发展, 同时积极布局急救、眼科、智能康复等孵化业务, 综合竞争能力和整体抗风险能力有望持续提高。

## 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 16: 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
<b>资产合计</b>	<b>15,095</b>	<b>16,717</b>	<b>19,075</b>	<b>21,808</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,842</b>	<b>2,179</b>	<b>2,588</b>	<b>3,059</b>
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	<b>EPS (按最新股本摊薄)</b>	<b>1.59</b>	<b>1.88</b>	<b>2.23</b>	<b>2.64</b>
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	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	3,186	3,347	3,900	4,420	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	1,509	1,309	1,109	909	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	3.0%	21.1%	18.6%	18.8%
其他非流动负债	333	333	333	333	EBIT增长率	3.1%	21.6%	19.3%	18.2%
非流动负债合计	1,843	1,643	1,443	1,243	归母公司净利润增长率	7.6%	18.3%	18.7%	18.2%
<b>负债合计</b>	<b>5,029</b>	<b>4,990</b>	<b>5,343</b>	<b>5,663</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	9,860	11,547	13,584	16,034	毛利率	48.1%	46.4%	46.3%	46.3%
少数股东权益	206	180	149	111	净利率	22.1%	21.6%	21.7%	21.6%
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,066</b>	<b>11,727</b>	<b>13,733</b>	<b>16,145</b>	ROE	15.8%	16.1%	16.3%	16.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,095</b>	<b>16,717</b>	<b>19,075</b>	<b>21,808</b>	ROIC	23.4%	23.7%	23.6%	23.1%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					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
					<b>营运能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,305</b>	<b>1,730</b>	<b>2,315</b>	<b>2,522</b>	应收账款周转天数	29	27	24	24
现金收益	1,714	2,041	2,417	2,826	应付账款周转天数	109	104	105	106
存货影响	-243	-158	-404	-421	存货周转天数	136	124	123	126
经营性应收影响	-67	43	-125	-117	<b>每股指标 (元)</b>				
经营性应付影响	256	30	386	322	每股收益	1.59	1.88	2.23	2.64
其他影响	645	-225	41	-88	每股经营现金流	2.30	1.73	2.31	2.52
<b>投资活动现金流</b>	<b>-418</b>	<b>-385</b>	<b>-307</b>	<b>-249</b>	每股净资产	9.84	11.52	13.55	15.99
资本支出	-274	-530	-431	-372	<b>估值比率</b>				
股权投资	-24	0	0	0	P/E	21	17	15	12
其他长期资产变化	-120	145	124	123	P/B	3	3	2	2
<b>融资活动现金流</b>	<b>355</b>	<b>-326</b>	<b>-369</b>	<b>-335</b>	EV/EBITDA	58	49	41	35
借款增加	583	-182	-223	-200					
股利及利息支付	-351	-306	-340	-380					
股东融资	291	220	255	238					
其他影响	-168	-58	-61	7					

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。