

鱼跃医疗（002223）：海外疫情全面爆发，防疫产品加速市场渗透

2020年03月26日

推荐/维持

鱼跃医疗 | 公司报告

报告摘要：

事件：海外疫情全面爆发。截至3月25日，海外（除中国外）已经累计确诊342089例新冠肺炎，累计死亡15652例。受海外疫情影响，目前公司额温枪、呼吸机等产品海外订单与往期相比有较大增长，相关产线在全力生产。

短期来看，新冠肺炎疫情刺激公司防疫类产品放量。公司防疫类产品涉及3大类，包括呼吸类、消毒类、体温检测类，在2019年的收入占比约40%。疫情期间，公司防疫类产品供不应求，尤其是医用呼吸机、制氧机、额温枪、洁芙柔等多种主营产品持续供应紧张，基本是零库存或负库存。

中期来看，医院ICU病房建设将有望拉动公司医用级医疗设备需求。医院在疫情应对中显露出ICU病房的供给薄弱，抢救能力不足等问题，预计在后疫情期，全国将强化医院应对突发疫情的能力，促进ICU病房的建设，加大相关医疗设备的配置，尤其是医院将扩大床位数与无创呼吸机的配置数量，满足医院的应急能力与患者的转运等。后疫情期，我们测算中国的ICU床位有望扩增8.4万张，公司的医用呼吸机有望因此受益。

长期来看，公司品牌影响力扩大，加速产品渗透市场。①在抗击新冠肺炎疫情的过程中，公司防疫类产品在医用和民用市场都发挥了重要作用，加快了公司产品在两个市场的战略发展进程。疫情期间，公司迅速调整生产线以满足一线医用，大量医用级呼吸机、制氧机、除颤监护仪AED等销往湖北地区，在满足临床需求的同时，提高了医用产品渗透率与知名度。再者，公司的手用消毒液洁芙柔等产品不仅向医院供货，也在全国复工之际，大量供货民用市场，加快推动公司产品推广民用市场的计划实施。②非防疫类产品。随着慢性病知晓率、治疗率的提高，居家治疗方式的不断完善，公司家用医疗设备将有望进入增长快车道。公司血压仪、血糖监测仪等家用医疗产品有望进一步升级换代，不断巩固市场地位。同时，公司已经完成收购上械、中优、普美康等医用临床产品生产公司，加速推动医用临床产品在医用市场的渗透，拓宽公司发展渠道

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,541.56	4,183.39	4,869.75	6,173.65	7,137.08
增长率(%)	34.53%	18.12%	16.41%	26.78%	15.61%
净利润(百万元)	592.03	727.15	843.62	1,108.33	1,312.61
增长率(%)	18.35%	22.82%	16.02%	31.38%	18.43%
净资产收益率(%)	11.30%	13.30%	13.78%	15.88%	16.41%
每股收益(元)	0.59	0.73	0.84	1.11	1.31
PE	32.75	26.68	24.15	28.09	23.72
PB	5.94	5.69	5.09	4.46	3.89

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司的主营业务覆盖家用医疗器械、医用临床器械和互联网医疗服务三大领域。公司为家用医疗器械龙头企业，血压计、制氧机等市占率持续第一。

未来3-6个月重大事项提示：

无

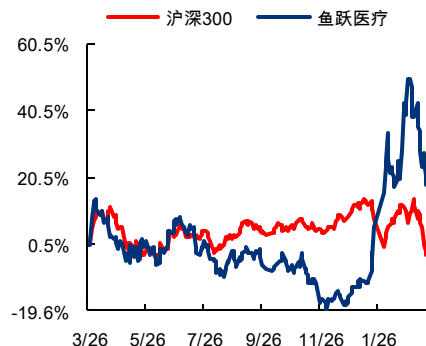
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间(元)	31.06-24.37
总市值(亿元)	311.37
流通市值(亿元)	269.25
总股本/流通A股(亿股)	100248/86686
流通B股/H股(亿股)	/
52周日均换手率	1.7

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：胡博新

010-66554032

hubx@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050003

研究助理：李勇

010-66554401

liyong_yjs@dxzq.net.cn

中国亟需国家级公共卫生应急储备应对重大疫情, 环 ICU 医疗设备链中无创呼吸机需求大。无创呼吸机为救治重症患者的必需设备, 疫情爆发后, 武汉地区重症监护资源急速扩张 7.6 倍。假设应对全国范围内的武汉级别新冠疫情, 估计全国范围所需重症监护床位数将达到 23.5 万张, 合计扩张床位数为 18.2 万张, 估计至少急需新增无创呼吸机约 88261 台以满足国家级公共卫生应急储备。

表 1: 中国公共卫生应急储备新增环 ICU 医疗设备估算量

估算新增 ICU 床位数		182278		-	
病房种类	重症 (50 张床位)		危重症 (30 张床位)		合计
设置比例	68%		32%		100%
床位数	124717		57561		182278
设备配置	设备配置标准	扩张估算	设备配置标准	扩张估算	-
中心监护系统	-	-	1	1919	1919
心电监护仪	50	124717	-	-	124717
经鼻高流量氧疗仪	10	24943	10	19187	44130
无创呼吸机	20	49887	20	38374	88261
有创呼吸机	-	-	15	28781	28781
纤维支气管镜	1	2494	2	3837	6332
心电图机	1	2494	1	1919	4413
床边彩色便携式超声仪	1	2494	1	1919	4413
血气分析仪	1	2494	1	1919	4413
除颤仪	1	2494	1	1919	4413
独立吸引器	50	124717	30	57561	182278
ECMO (体外膜肺氧合)	-	-	2	3837	3837
ACT 测定仪	-	-	1	1919	1919
血液净化仪 (CRRT)	-	-	2	3837	3837
可视喉镜	-	-	1	1919	1919

注: 重症病房数:危重症床位数 \approx 重症患者数量:危重症患者数量=13%:6%=68%:32% (百分制)

重症床位数=新增 ICU 床位数估算量*68%; 危重症床位数=新增 ICU 床位数估算量*32%

医疗设备扩张数量估算=重症 (危重症) 病床床位数*单病房设备配置标准

资料来源:《重症新型冠状病毒肺炎治疗与管理共识》, 东兴证券研究所

海外疫情爆发, 防疫类产品订单大幅增长, 持续拉动公司业绩弹性。目前公司额温枪、呼吸机等产品的海外订单与往期相比有较大增长, 相关产线在全力生产。其中, 3 月 25 日海外 (除中国) 确诊感染人数 34.2 万人, 估计海外防疫急需 70.8 万张重症监护床位储备, 无创呼吸机储备约需 34.3 万台, 海外市场亟需进口储备。

表 2: 世界各国 (除中国) 新增环 ICU 医疗设备估算量

估算新增 ICU 床位数		707886		-	
病房种类	重症 (50 张床位)		危重症 (30 张床位)		合计
设置比例	68%		32%		100%
床位数	484343		223543		707886
设备配置	设备配置标准	扩张估算	设备配置标准	扩张估算	-
中心监护系统	-	-	1	7451	7451

心电监护仪	50	484343	-	-	484343
经鼻高流量氧疗仪	10	96869	10	74514	171383
无创呼吸机	20	193737	20	149029	342766
有创呼吸机	-	-	15	111772	111772
纤维支气管镜	1	9687	2	14903	24590
心电图机	1	9687	1	7451	17138
床边彩色便携式超声仪	1	9687	1	7451	17138
血气分析仪	1	9687	1	7451	17138
除颤仪	1	9687	1	7451	17138
独立吸引器	50	484343	30	223543	707886
ECMO (体外膜肺氧合)	-	-	2	14903	14903
ACT 测定仪	-	-	1	7451	7451
血液净化仪 (CRRT)	-	-	2	14903	14903
可视喉镜	-	-	1	7451	7451

注: 重症病房数:危重症床位数 \approx 重症患者数量:危重症患者数量=13%:6%=68%:32% (百分制)

重症床位数=新增 ICU 床位数估算量*68%; 危重症床位数=新增 ICU 床位数估算量*32%

医疗设备扩张数量估算=重症 (危重症) 病床床位数*单病房设备配置标准

资料来源: wind, 《重症新型冠状病毒感染肺炎治疗与管理共识》, 东兴证券研究所

公司无创呼吸机产量达 250 台/天, 产能峰值为 400 台/天, 公司已经开始接收海外订单, 目前, 公司产品订单已经排至 4 月底。假设以每日出货量 250 台, 单价约 1.5 万元计, 截至 4 月底, 估计呼吸机出货量可达 2.5 万台, 累计贡献收入约 3.8 亿元。

表 3: 公司受疫情正向影响的产品业绩弹性测算

医用呼吸机业绩弹性估算						
营业收入 (亿元)	医用呼吸机单价 (万元)					出货数量 (台)
满产延续时间 (天)	1	1.5	2	2.5	3	
10	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8	2500
20	0.5	0.8	1.0	1.3	1.5	5000
30	0.8	1.1	1.5	1.9	2.3	7500
40	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	10000
50	1.3	1.9	2.5	3.1	3.8	12500
60	1.5	2.3	3.0	3.8	4.5	15000
70	1.8	2.6	3.5	4.4	5.3	17500
80	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0	20000
90	2.3	3.4	4.5	5.6	6.8	22500
100	2.5	3.8	5.0	6.3	7.5	25000
110	2.8	4.1	5.5	6.9	8.3	27500
120	3.0	4.5	6.0	7.5	9.0	30000
130	3.3	4.9	6.5	8.1	9.8	32500
140	3.5	5.3	7.0	8.8	10.5	35000

150 3.8 **5.6** 7.5 9.4 11.3 37500

注: 营业收入=单日出销量*单价*满产延续时间;

疫情单日出销量约 250 台, 峰值为 400 台, 平均出厂单价约为 1.5 万元

资料来源: 鱼跃医疗, 东兴证券研究所

疫情期间, 公司额温枪的生产已经达到极限生产能力, 每天大连班 20 小时生产, 估计疫情期间额温枪月度销量是过往的 5 年的销量总和。额温枪为耐用产品, 因为受环境温度影响较大, 平时不作为体温监测仪的主要品种, 但额温枪具有测温高效、非接触的特点, 在疫情期间可有效减少接触传播。目前, 全国约有 28 家企业可生产额温枪, 鱼跃医疗是中国最大的额温枪生产企业。额温枪属于二类医疗器械, 产品元器件供应链比较长, 生产上量慢。

表 4: 公司受疫情正向影响的产品业绩弹性测算

额温枪业绩弹性估算						
营业收入 (亿元)	额温枪单价(元)					出货数量 (万台)
满产延续时间 (天)	100	200	300	400	500	
10	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	10
20	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0	20
30	0.3	0.6	0.9	1.2	1.5	30
40	0.4	0.8	1.2	1.6	2.0	40
50	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	50
60	0.6	1.2	1.8	2.4	3.0	60
70	0.7	1.4	2.1	2.8	3.5	70
80	0.8	1.6	2.4	3.2	4.0	80
90	0.9	1.8	2.7	3.6	4.5	90
100	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	100
110	1.1	2.2	3.3	4.4	5.5	110
120	1.2	2.4	3.6	4.8	6.0	120
130	1.3	2.6	3.9	5.2	6.5	130
140	1.4	2.8	4.2	5.6	7.0	140
150	1.5	3.0	4.5	6.0	7.5	150

注: 营业收入=单日出销量*单价*满产延续时间;

疫情期间单日出销量约 10000 台;

假设 2020 年月度 30 万台, 估计为 5 年销量总和, 则 2015-2019 年平均销售约 6 万台/年,

在 2019 年额温枪销售额为约 2000 万元, 假设年销量为 6 万台, 估计额温枪单价为 333.3 元

资料来源: 鱼跃医疗, 东兴证券研究所

疫情期间, 公司主要向武汉方舱医院发货 10L 规格的大型制氧机, 以满足临床的大剂量供氧。公司制氧机的毛利率约 43%-46%, 越高端的产品毛利率越高。公司向医院提供的 9F-5、8F-5 大型制氧机, 产品可靠性要求更高, 跟普通民用产品相比产量小, 价格高。同时, 5L 以上的制氧机能够拉动呼吸机并用, 发挥公司呼吸支持类产品的协同作用。

表 5: 公司受疫情正向影响的产品业绩弹性测算

医用供氧机业绩弹性估算		
营业收入 (万元)	医用供氧机单价(万元)	出货数量 (台)

供货量 (台)	0.5	0.9	1.3	1.7	2	
100	50	90	130	170	200	100
200	100	180	260	340	400	200
300	150	270	390	510	600	300
400	200	360	520	680	800	400
500	250	450	650	850	1000	500
600	300	540	780	1020	1200	600
700	350	630	910	1190	1400	700
800	400	720	1040	1360	1600	800
900	450	810	1170	1530	1800	900
1000	500	900	1300	1700	2000	1000
1100	550	990	1430	1870	2200	1100
1200	600	1080	1560	2040	2400	1200
1500	750	1350	1950	2550	3000	1500

注: 营业收入=供货量*单价; 供货量为假设值; 产品单价区间约 0.3-1.5 万元

资料来源: 鱼跃医疗, 东兴证券研究所

疫情期间, 公司消毒产品供货紧张, 每天三班 24 小时生产。其中, 手用消毒液洁芙柔供货也更加紧张, 在三级医院主要使用 3M 与洁芙柔两个品牌, 疫情期间, 手用消毒产品需求加大, 公司主要生产满足临床医院需求, 实现临床市场的不断渗透。同时, 随着民品市场需求的提升, 估计 2020 年公司的洁芙柔将更加顺利地推进在民品市场的销售。

表 6: 消毒产品在民用与医用市场的情况

代表产品	市场分类	市场情况
洁芙柔	医用市场	医用市场市占率高, 三级医院主要使用 3M 与洁芙柔
	民用市场	渗透率将继续提高, 在 2020 年将推出小规格民用产品

资料来源: 鱼跃医疗, 东兴证券研究所

盈利预测与投资评级: 预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 48.70 亿元、61.74 亿、71.37 亿元; 归母净利润分别为 8.44 亿元、11.08 亿元和 13.13 亿元; EPS 分别为 0.84 元、1.11 元和 1.31 元, 对应 PE 分别为 24.15X、28.09X 和 23.72X。给予“推荐”评级。

风险提示: 产品销售、市场推广不及预期

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表					单位:百万元								
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
流动资产合计	4106	3904	5141	6292	7554	营业收入	3542	4183	4870	6174	7137									
货币资金	2053	1661	2379	2862	3558	营业成本	2137	2517	2981	3670	4150									
应收账款	754	844	1010	1263	1470	营业税金及附加	35	40	47	12	42									
其他应收款	83	88	102	130	150	营业费用	400	537	536	803	928									
预付款项	225	143	187	155	168	管理费用	346	247	317	401	500									
存货	633	655	829	988	1136	财务费用	12	-30	0	0	0									
其他流动资产	51	114	182	312	408	研发费用	0	152	152	152	152									
非流动资产合计	2523	3008	2925	2844	2764	资产减值损失	16.56	13.63	13.63	13.63	13.63									
长期股权投资	108	155	155	155	155	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00									
固定资产	563	610	561	512	463	投资净收益	48.98	35.64	50.00	50.00	50.00									
无形资产	614	601	565	531	499	加:其他收益	32.17	34.10	34.10	34.10	34.10									
其他非流动资产	0	131	131	131	131	营业利润	683	776	907	1206	1436									
资产总计	6629	6911	8065	9136	10319	营业外收入	39.96	73.39	73.39	73.39	73.39									
流动负债合计	824	1135	1648	1836	1976	营业外支出	2.73	3.69	3.69	3.69	3.69									
短期借款	50	157	0	0	0	利润总额	720	846	977	1275	1505									
应付账款	424	516	593	736	829	所得税	93	95	110	143	169									
预收款项	87	122	151	196	243	净利润	628	751	867	1132	1336									
一年内到期的非流动负债	100	0	0	0	0	少数股东损益	36	24	24	24	24									
非流动负债合计	234	232	195	195	195	归属母公司净利润	592	727	844	1108	1313									
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率														
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E									
负债合计	1058	1367	1843	2031	2171	成长能力														
少数股东权益	330	76	100	124	148	营业收入增长	34.53%	18.12%	16.41%	26.78%	15.61%									
实收资本(或股本)	1002	1002	1002	1002	1002	营业利润增长	26.33%	13.65%	16.90%	32.86%	19.09%									
资本公积	2128	1783	1783	1783	1783	归属于母公司净利润增长	18.35%	22.82%	16.02%	31.38%	18.43%									
未分配利润	1837	2361	2952	3732	4654	获利能力														
归属母公司股东权益合计	5241	5468	6121	6981	7999	毛利率(%)	39.66%	39.83%	38.79%	40.55%	41.85%									
负债和所有者权益	6629	6911	8065	9136	10318	净利率(%)	17.72%	17.95%	17.81%	18.34%	18.72%									
现金流量表						单位:百万元					总资产净利润(%)					17.93%	8.93%	10.52%	10.46%	12.13%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		ROE(%)					11.30%	13.30%	13.78%	15.88%	16.41%				
经营活动现金流	242	798	1043	703	961	偿债能力														
净利润	628	751	867	1132	1336	资产负债率(%)	16%	20%	23%	22%	21%									
折旧摊销	89.84	103.99	89.94	88.06	86.27	流动比率	4.98	3.44	3.12	3.43	3.82									
财务费用	12	-30	0	0	0	速动比率	4.21	2.86	2.62	2.89	3.25									
应收账款减少	-200	-91	-165	-253	-207	营运能力														
预收账款增加	13	35	29	44	47	总资产周转率	0.57	0.62	0.65	0.72	0.73									
投资活动现金流	-422	-1066	17	25	25	应收账款周转率	5	5	5	5	5									
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.12	8.90	8.78	9.29	9.12									
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)														
投资收益	49	36	50	50	50	每股收益(最新摊薄)	0.59	0.73	0.84	1.11	1.31									
筹资活动现金流	-92	-147	-343	-244	-290	每股净现金流(最新摊薄)	-0.27	-0.41	0.72	0.48	0.69									
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.23	5.45	6.11	6.96	7.98									
长期借款增加	-50	0	0	0	0	估值比率														
普通股增加	334	0	0	0	0	P/E	32.75	26.68	24.15	28.09	23.72									
资本公积增加	-331	-345	0	0	0	P/B	5.94	5.69	5.09	4.46	3.89									
现金净增加额	-272	-415	717	484	696	EV/EBITDA	37.72	35.43	28.98	21.95	18.19									

资料来源:公司财报、东兴证券研究

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	基于 SARS 经验看新型冠状病毒肺炎疫情发展	2020-02-03
行业	新冠疫情期间, 防护和筛查产品多少才够?	2020-02-10
行业	环 ICU 医疗设备链迎来增量窗口期	2020-03-11

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，9年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

研究助理简介

研究助理：李勇

医药生物行业分析师，上海社会科学院世界经济学硕士、山东大学药学学士，曾就职于基业常青经济研究院，2019年加盟东兴证券研究所，主要覆盖医疗器械、医疗服务领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司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。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。