

鱼跃医疗 (002223.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

国内市场实现高速增长,重磅新产品持续获批

业绩简述

2023年4月27日,公司发布2022年年度报告。2022年公司实现收入71.02亿元,同比+3%;实现归母净利润15.95亿元,同比+8%;实现扣非归母净利润12.51亿元,同比-5%;

2022Q4公司实现收入19.85亿元,同比+25%,归母净利润4.60亿元,同比+251%,扣非归母净利润2.91亿元,同比+231%。

经营分析

国内市场高速增长,感控及血糖板块表现突出。在主营业务中,糖尿病护理解决方案实现收入5.30亿元,同比+16%,最新一代CT3产品在2023年3月顺利在国内获证;感染控制解决方案实现收入11.84亿元,同比+33%,实现高基数下的高增长,“洁芙柔”等产品品牌力进一步提升。分地区来看,公司内销实现收入63.24亿元,同比+22%,国内销售实现高速增长。

研发投入持续加大,各业务新产品层出不穷。公司全年净利率达到22.2%,同比+0.6pct;销售费用率14.5%,同比+0.8pct;研发费用率7.0%,同比+0.8pct。公司持续加大研发投入,在呼吸制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道新产品层出不穷,单人氧舱、便携式制氧机、外科体表消毒产品、CGM等新产品创新研发项目众多,有望为公司持续贡献业绩增长。

新一代CGM产品临床优势明显,有望引领国产品牌放量。2023年3月,公司新一代CGM产品CT3在国内顺利获证,新产品可提供并存储实时葡萄糖值,供用户跟踪葡萄糖浓度变化的趋势。如葡萄糖水平低于或高于预设值,产品可发出提醒。传感器不需要用户进行校准,使用时间最长14天。新产品未来将充分发挥相关产品在临床效果、舒适性、便携性、安全性以及数字化管理方面的优势,有望引领国产CGM实现销售放量。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在呼吸制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道的潜力,预计2023-2025年公司归母净利润分别为19.54、22.50、26.48亿元,同比增长23%、15%、18%,EPS分别为1.95、2.24、2.64元,现价对应PE为16、14、12倍,维持“买入”评级。

风险提示

新产品研发不达预期风险;产品推广不达预期风险;收购整合不及预期风险;海外市场拓展不及预期风险;商誉风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人:何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):30.80元

相关报告:

- 《鱼跃医疗公司点评:新一代CGM产品获批,糖尿病业务步入新阶段》,2023.3.16
- 《高基数导致业绩承压,研发投入持续提升-鱼跃医疗2022 三季报...》,2022.10.25
- 《子公司引入战略投资者,急救业务有望加速-鱼跃医疗事件点评》,2022.9.20



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,894	7,102	8,673	10,137	11,959
营业收入增长率	2.51%	3.01%	22.13%	16.88%	17.97%
归母净利润(百万元)	1,482	1,595	1,954	2,250	2,648
归母净利润增长率	-15.73%	7.60%	22.50%	15.15%	17.69%
摊薄每股收益(元)	1.479	1.591	1.949	2.244	2.641
每股经营性现金流净额	1.20	2.30	1.38	2.18	2.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.92%	16.18%	17.05%	17.30%	17.83%
P/E	25.56	20.02	15.80	13.72	11.66
P/B	4.58	3.24	2.69	2.37	2.08

来源:公司年报、国金证券研究所

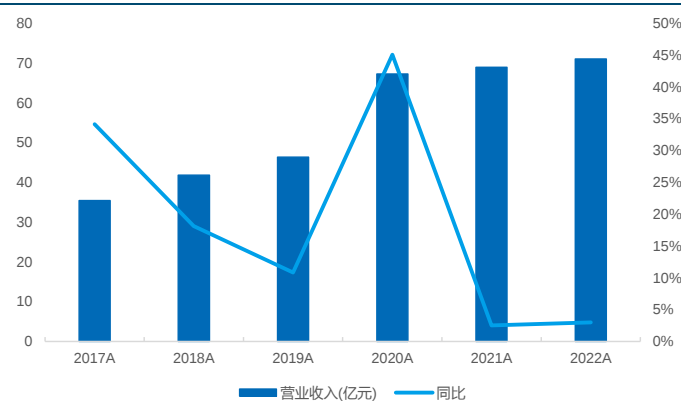
国内市场高速增长，感控及血糖板块表现突出

2022 年公司整体业绩保持平稳增长，经营质量持续提升。

在主营业务中，公司呼吸治疗解决方案实现收入 22.39 亿元，同比-15%，剔除 2021 年海外疫情需求造成的高基数影响后，常规业务发展势头良好，雾化产品同比增速近 30%，呼吸机增速超过 20%；糖尿病护理解决方案实现收入 5.30 亿元，同比+16%，最新一代 CT3 产品在 2023 年 3 月顺利在国内获证；感染控制解决方案实现收入 11.84 亿元，同比+33%，实现高基数下的高增长，“洁美柔”等产品品牌力进一步提升；家用类电子检测及体外诊断板块实现收入 15.21 亿元，同比+5%，电子血压计市场占比仍有一定提升；急救板块实现收入 1.51 亿元，同比-17%，主要系国际芯片供应短缺问题影响，4 月公司国内 M600 的 AED 新机型已获证，2023 年有望加速修复；康复及临床器械板块实现收入 14.08 亿元，同比+15%。

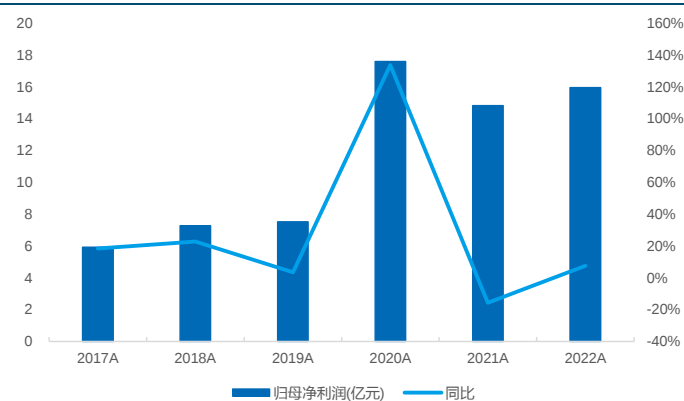
分地区来看，公司内销实现收入 63.24 亿元，同比+22%，国内销售实现高速增长；外销实现收入 7.10 元，同比-56%，主要系 2021 年海外疫情需求造成的高基数影响，2022 年海外占总收入比例达到 10%。

图表1：2017-2022 公司营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

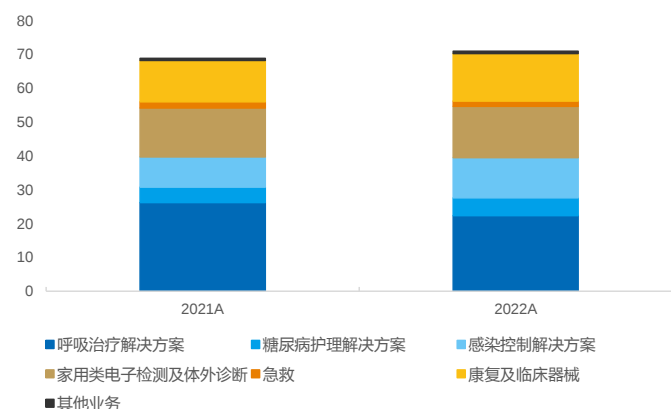
图表2：2017-2022 公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

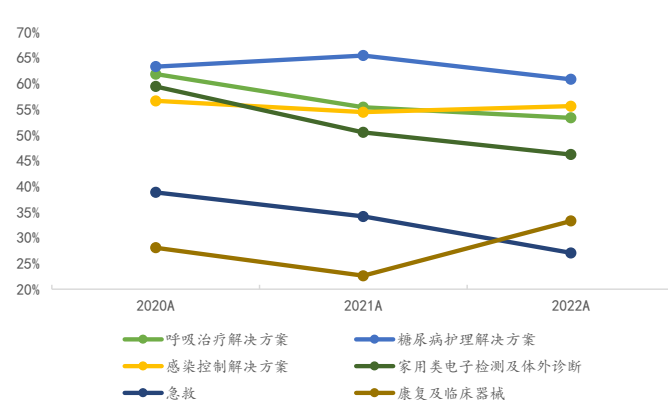
从产品毛利率来看，公司呼吸治疗解决方案毛利率为 53.4%，同比-2.1pct；糖尿病护理解决方案毛利率 60.9%，同比-4.6pct；感染控制解决方案毛利率为 55.6%，同比+1.2pct；家用类电子检测及体外诊断板块毛利率为 46.2%，同比-4.3pct；急救板块毛利率为 27.1%，同比-7.1pct；康复及临床器械毛利率为 33.3%，同比+10.7pct。部分业务毛利率略有下降主要系上游原材料价格波动因素影响。

图表3：2021-2022 公司收入结构变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：2020-2022 公司各业务毛利率变化



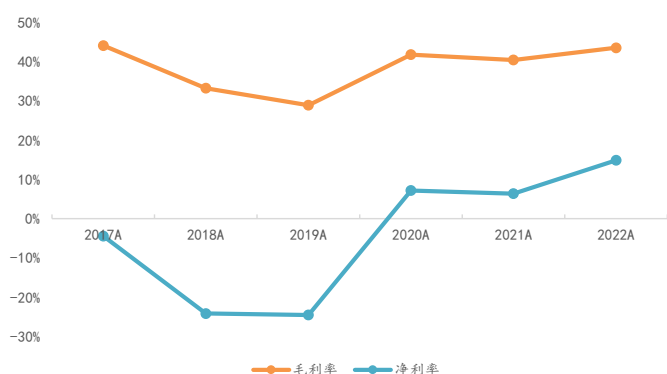
来源：公司公告，国金证券研究所

研发投入持续加大，各业务新产品层出不穷

2022 年公司综合毛利率达到 48.1%，同比-0.2pct；净利率达到 22.2%，同比+0.6pct。公司全年销售费用率 14.5%，同比+0.8pct；管理费用率 5.9%，同比+0.3pct；研发费用率 7.0%，同比+0.8pct。公司持续加大研发投入，在呼吸制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大

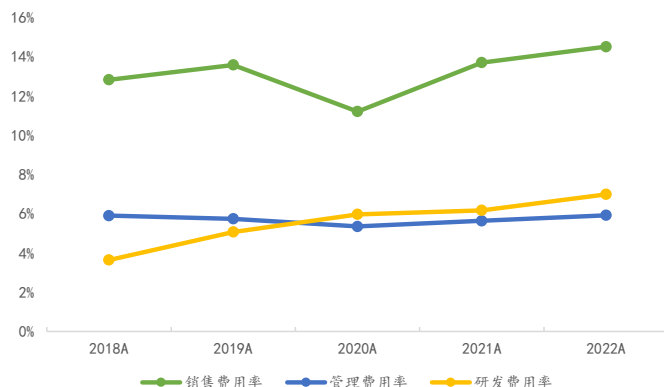
核心赛道新产品层出不穷，单人氧舱、便携式制氧机、外科体表消毒产品、CGM 等新产品创新研发项目众多，有望为公司持续贡献业绩增长。

图表5: 2017-2022 公司利润率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表6: 2018-2022 公司费用率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

新一代 CGM 产品临床优势明显，有望引领国产品牌放量

2023 年 3 月，公司新一代 CGM 产品 CT3 在国内顺利获证，新产品可提供并存储实时葡萄糖值，供用户跟踪葡萄糖浓度变化的趋势。如葡萄糖水平低于或高于预设值，产品可发出提醒。葡萄糖传感器仅供单个用户使用，不需要用户进行校准，使用时间最长 14 天。新产品是公司在糖尿病护理解决方案领域的重要突破，未来将充分发挥相关产品在临床效果、舒适性、便携性、安全性以及数字化管理方面的优势，引领国产 CGM 实现销售放量。

风险提示

新产品研发不及预期风险：若公司新产品在研项目推进缓慢，或研发项目失败而中止，将可能存在研发投入无法达到预期回报的风险，将可能对公司造成负面影响；

产品推广不达预期风险：如行业竞争程度变得更加激烈或公司核心产品接受度较低，导致产品上市后推广进场缓慢，将可能对公司当期业绩增长造成负面影响；

收购整合不及预期风险：公司通过收购凯立特，苏州六六视觉等公司，完善 CGM、眼科领域，若收购整合进展不及预期，短期内或将对公司产生一定负面影响；

海外市场拓展不及预期风险：公司在东南亚、非洲、中东等地区都有战略布局，若局部地区发展受阻将会对公司产生一定负面影响；

商誉风险：公司历史并购资产带来商誉持续增加，若后续经营受阻可能造成非正常减值，以及对公司净利润产生影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,726	6,894	7,102	8,673	10,137	11,959
增长率		2.5%	3.0%	22.1%	16.9%	18.0%
主营业务成本	-3,183	-3,565	-3,684	-4,406	-5,241	-6,159
%销售收入	47.3%	51.7%	51.9%	50.8%	51.7%	51.5%
毛利	3,543	3,329	3,418	4,267	4,896	5,800
%销售收入	52.7%	48.3%	48.1%	49.2%	48.3%	48.5%
营业税金及附加	-62	-66	-70	-87	-101	-120
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-754	-945	-1,031	-1,171	-1,369	-1,614
%销售收入	11.2%	13.7%	14.5%	13.5%	13.5%	13.5%
管理费用	-360	-389	-420	-434	-482	-538
%销售收入	5.3%	5.6%	5.9%	5.0%	4.8%	4.5%
研发费用	-402	-426	-496	-607	-710	-837
%销售收入	6.0%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	1,966	1,504	1,400	1,969	2,235	2,691
%销售收入	29.2%	21.8%	19.7%	22.7%	22.1%	22.5%
财务费用	-128	9	96	-2	19	50
%销售收入	1.9%	-0.1%	-1.4%	0.0%	-0.2%	-0.4%
资产减值损失	-22	-48	-117	-36	-7	-58
公允价值变动收益	0	2	2	126	132	139
投资收益	127	116	129	130	140	150
%税前利润	6.3%	6.8%	7.0%	5.6%	5.3%	4.8%
营业利润	2,010	1,688	1,842	2,286	2,635	3,104
营业利润率	29.9%	24.5%	25.9%	26.4%	26.0%	26.0%
营业外收支	9	14	1	15	15	15
税前利润	2,019	1,702	1,842	2,301	2,650	3,119
利润率	30.0%	24.7%	25.9%	26.5%	26.1%	26.1%
所得税	-262	-218	-270	-345	-397	-468
所得税率	13.0%	12.8%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,757	1,484	1,573	1,956	2,252	2,651
少数股东损益	-2	2	-22	2	2	3
归属于母公司的净利润	1,759	1,482	1,595	1,954	2,250	2,648
净利率	26.2%	21.5%	22.5%	22.5%	22.2%	22.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,757	1,484	1,573	1,956	2,252	2,651
少数股东损益	-2	2	-22	2	2	3
非现金支出	236	291	377	248	235	301
非经营收益	-15	-109	-385	-162	-181	-198
营运资金变动	854	-465	740	-655	-121	-137
经营活动现金净流	2,831	1,201	2,305	1,387	2,185	2,617
资本开支	-678	-284	-178	-184	-190	-195
投资	-962	-2,125	-349	-17	-17	-17
其他	81	580	109	130	140	150
投资活动现金净流	-1,558	-1,829	-418	-71	-67	-62
股权募资	2	149	291	252	0	0
债权募资	442	838	506	-298	0	0
其他	-898	-212	-442	-714	-808	-908
筹资活动现金净流	-454	775	355	-760	-808	-908
现金净流量	706	119	2,378	557	1,311	1,647

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,775	2,394	4,838	5,386	6,691	8,333
应收款项	847	819	724	1,127	1,317	1,537
存货	968	1,266	1,509	1,546	1,839	2,128
其他流动资产	745	2,387	2,802	2,798	2,952	3,109
流动资产	5,335	6,864	9,873	10,857	12,799	15,107
%总资产	53.0%	57.2%	65.4%	67.5%	71.0%	74.4%
长期投资	881	1,121	1,131	1,147	1,164	1,182
固定资产	1,862	1,972	2,123	2,063	1,995	1,916
%总资产	18.5%	16.4%	14.1%	12.8%	11.1%	9.4%
无形资产	1,433	1,812	1,678	1,727	1,774	1,821
非流动资产	4,730	5,133	5,222	5,225	5,218	5,202
%总资产	47.0%	42.8%	34.6%	32.5%	29.0%	25.6%
资产总计	10,065	11,998	15,095	16,082	18,017	20,309
短期借款	641	41	574	519	519	519
应付款项	999	1,192	1,633	1,406	1,670	1,962
其他流动负债	690	597	979	896	1,022	1,177
流动负债	2,330	1,830	3,186	2,820	3,210	3,657
长期贷款	0	1,459	1,509	1,509	1,509	1,509
其他长期负债	240	280	333	84	78	74
负债	2,570	3,568	5,029	4,414	4,798	5,241
普通股股东权益	7,437	8,272	9,860	11,460	13,009	14,855
其中：股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
未分配利润	4,138	5,318	6,614	7,966	9,515	11,361
少数股东权益	58	158	206	208	211	214
负债股东权益合计	10,065	11,998	15,095	16,082	18,017	20,309

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.755	1.479	1.591	1.949	2.244	2.641
每股净资产	7.419	8.252	9.836	11.432	12.976	14.818
每股经营现金净流	2.824	1.198	2.299	1.383	2.180	2.610
每股股利	0.400	0.300	0.300	0.600	0.700	0.800
回报率						
净资产收益率	23.65%	17.92%	16.18%	17.05%	17.30%	17.83%
总资产收益率	17.48%	12.36%	10.57%	12.15%	12.49%	13.04%
投入资本收益率	20.90%	13.13%	9.80%	12.18%	12.42%	13.34%
增长率						
主营业务收入增长率	45.08%	2.51%	3.01%	22.13%	16.88%	17.97%
EBIT 增长率	151.68%	-23.52%	-6.92%	40.67%	13.54%	20.37%
净利润增长率	133.74%	-15.73%	7.60%	22.50%	15.15%	17.69%
总资产增长率	26.36%	19.20%	25.82%	6.54%	12.03%	12.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.3	28.1	29.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	108.6	114.4	137.5	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	107.2	97.4	110.6	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	100.0	103.3	107.9	85.7	70.6	57.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.70%	-37.66%	-52.35%	-51.41%	-56.25%	-61.16%
EBIT 利息保障倍数	15.4	-174.1	-14.5	807.9	-117.3	-53.9
资产负债率	25.54%	29.74%	33.31%	27.44%	26.63%	25.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-09	买入	34.44	30.00~45.00
2	2022-04-24	买入	24.95	N/A
3	2022-04-28	买入	22.19	N/A
4	2022-08-24	买入	27.12	N/A
5	2022-09-20	买入	27.05	N/A
6	2022-10-25	买入	28.80	N/A
7	2023-03-16	买入	31.67	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402