

高基数下稳健增长，家用器械品类持续丰富

——鱼跃医疗（002223.SZ）2022年报及一季报点评

核心观点：

- **事件：**公司发布2022年报及23年一季报。2022年实现收入71.02亿元（+3.01%），归母净利润15.95亿元（+7.6%），扣非净利润12.51亿元（-5.19%），经营性现金流23.05亿元（+91.88%）。2023年Q1实现营业收入27.03亿元（+48.41%）；归母净利润7.14亿元（+53.79%）；扣非净利润7.03亿元（+79.18%）。
- **2022年常规业务增长强劲，各大业务板块均取得突破性进展：**公司**呼吸治疗解决方案板块**实现收入22.39亿元（-14.62%），增速下滑主要因为去年同期海外疫情影响基数较大。制氧机产品剔除去年同期海外涉疫订单影响，销售规模提升明显，雾化产品同比增速近30%，呼吸机产品业务同比增速超20%；**糖尿病业务**实现收入5.30亿元（+16.04%），产品迭代及新品研发工作推进迅速，生产工艺与技术不断升级；**感染控制解决方案板块**业务实现收入11.84亿元（+32.57%）；**家用类电子检测及体外诊断**实现收入15.21亿元（-5.06%），其中电子血压计产品虽业务规模同比下降7%，但市场占比仍有一定提升。体温、血氧等产品业务亦保持快速发展的趋势；**急救板块**实现收入与1.51亿元（-17.33%）。增速下滑主要是受芯片供应短缺原因。随着原有机型芯片更换及软件升级工作的推进，相应影响得以减弱。2022年公司完成急救板块重要战略投资者的引进工作。
- **产品品类进一步丰富，品牌力持续增强：**截至2022年末，公司拥有产品品类多达600种，产品规格近万个，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道不断拓展，覆盖多领域的产品结构使得公司打开更广阔的市场以及较强的抗风险能力。公司产品品牌力持续增强，目前公司拥有“鱼跃 yuwell”、“洁芙柔”、“华佗 Hwato”、“金钟 JZ”、“安尔碘”、“普美康 PRIMEDIC”、“六六视觉”等几大主要品牌，各个品牌在业内都有较高的知名度，公司产品具有优秀的性能和丰富的品类，未来品牌力将进一步增强。
- **2023Q1业绩亮眼，费用控制进一步优化：**2023Q1公司实现收入27.03亿元（+48.41%），归母净利润7.14亿元（+53.79%），扣非净利润7.03亿元（+79.18%），业绩大超预期，主要是疫情相关产品在一季度销售大增，后续随着疫情平复，预计呼吸机、制氧机等产品销售将有所回落，3月15日公司并购的浙江凯立特持续葡萄糖监测系统CGM正式获批上市，二季度有望开始成为新的业绩增长点。

鱼跃医疗（002223.SZ）

推荐（首次评级）

合理估值区间：42.02-47.75元

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

特此鸣谢：姚书远

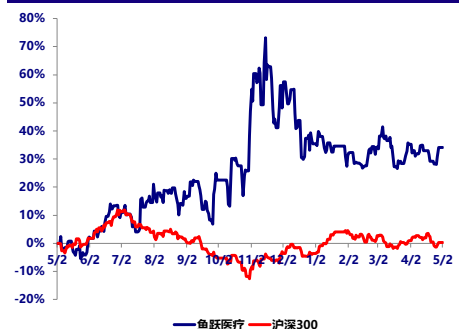
市场数据

2023/4/28

A股收盘价(元)	31.56
A股一年内最高价(元)	42.18
A股一年内最低价(元)	21.52
沪深300	4029.09
市盈率(TTM)	19.84
总股本(万股)	100247.69
实际流通A股(万股)	94111.98
限售的流通A股(万股)	6135.72
流通A股市值(亿元)	297.02

资料来源：中国银河研究部整理

相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

- **投资建议：**作为专注家用医疗器械、医用临床产品和医疗服务的行业龙头，公司重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心赛道不断拓展。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 83.94/97.28/111.40 亿元，归母净利润为 19.15/21.87/25.27 亿元，同比增长 20.04%/14.24%/15.53%，EPS 分别为 1.91/2.18/2.52 元，对应 2023-2025 年 PE 为 17/14/13 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**汇率波动的风险、利率波动的风险、降本增效不及预期的风险

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7101.68	8393.98	9728.28	11140.41
收入增长率%	3.01	18.20	15.90	14.52
归母净利润（百万元）	1595.04	1914.64	2187.37	2527.03
利润增速%	7.60	20.04	14.24	15.53
毛利率%	48.13	49.43	48.76	48.99
摊薄 EPS(元)	1.59	1.91	2.18	2.52
PE	19.84	16.52	14.46	12.52
PB	3.21	2.69	2.27	1.92
PS	4.46	3.77	3.25	2.84

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

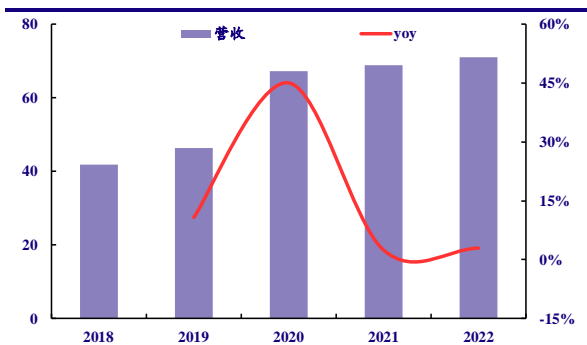
一、常规业务增长强劲，各大业务板块均取得突破性进展

公司整体业绩保持平稳增长，经营质量持续提升。2022 年公司实现营业总收入 71.02 亿元 (+3.01%)，实现营业利润 18.42 亿元 (+9.11%)，归属于上市公司股东净利润 15.95 亿元 (+7.6%)，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 12.51 亿元 (-5.19%)。公司加强现金流管理，经营活动产生的现金流量净额 23.05 亿元 (+91.88%)，应收账款较去年末增长 25.34%，经营活动稳步开展，应收账款状况良好可控。

糖尿病业务和感染控制解决方案板块业务保持较高增速。糖尿病业务实现收入 5.30 亿元 (+16.04%)，相关产品市场占有率与客户群实现良好增长。产品迭代及新品研发工作推进迅速，生产工艺与技术不断升级。感染控制解决方案板块业务实现收入 11.84 亿元 (+32.57%) 感控领域优秀产品力、智能精益生产力，结合院内外销售团队通力协作，实现了各渠道业务规模的加速拓展。

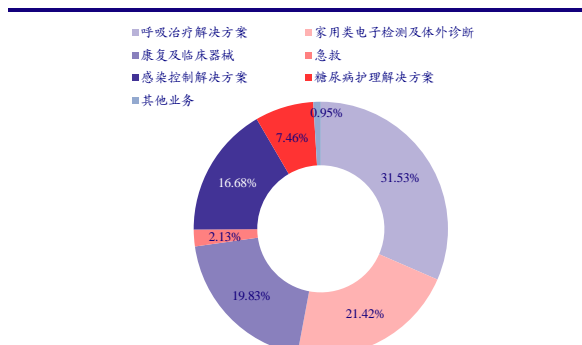
呼吸治疗解决方案板块业务、家用类电子检测及体外诊断和急救业务均取得相关突破，未来增速有望提高。公司呼吸治疗解决方案板块实现收入 22.39 亿元 (-14.62%)，增速下滑主要因为去年同期海外疫情影响基数较大。制氧机产品剔除去年同期海外涉疫订单影响，销售规模提升明显，雾化产品同比增速近 30%，呼吸机产品业务同比增速超 20%。家用类电子检测及体外诊断实现收入 15.21 亿元 (-5.06%)，其中电子血压计产品虽业务规模同比下降 7%，但市场占比仍有一定提升。体温、血氧等产品业务亦保持快速发展的趋势；急救板块实现收入与 1.51 亿元 (-17.33%)。增速下滑主要是受芯片供应短缺原因。随着原有机型芯片更换及软件升级工作的推进，新机国产注册证亦已落地，相应影响得以减弱。2022 年公司完成急救板块重要战略投资者的引进工作。

图 1：鱼跃医疗近年营业收入及增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：2022 年鱼跃各业务收入占比



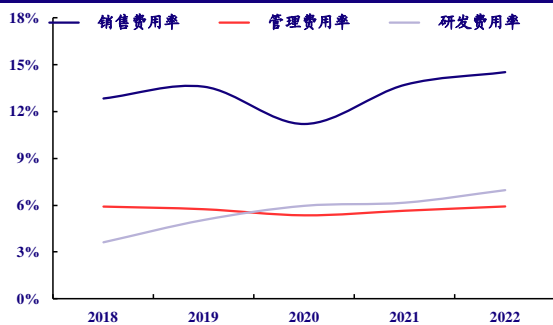
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、费用率管控趋势向好，利润率受疫情扰动依然坚挺

公司期间费用 18.52 亿元 (+ 5.79%)，其中销售费用/管理费用/研发费用分别为 10.31/4.20/4.96 亿元，同比增长 9.15%/8.17%/16.62%，对应费用率分别为 14.52%/5.92%/7.00%，较上一年增加 0.82/0.28/0.82 个百分点。公司持续加大研发投入，注重研发团队的优化建设，强化销售、管理费用管控及财务资源利用，整体费用变动趋势较好。2023Q1 销售/管理/研发费用分别为 2.99/1.09/1.35 亿元，同比增加 51.62%/14.20%/4.84%，对应费用率分别为 11.05%/4.02%/5.00%，同比变化+0.23%/-1.20%/-2.08%。销售费用增加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。

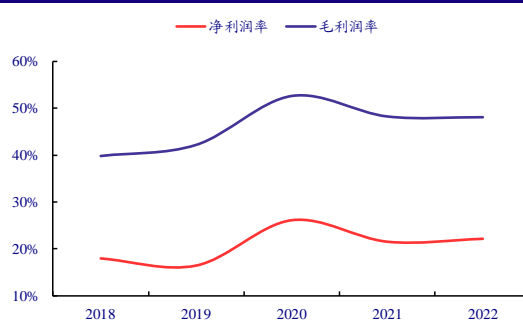
兼有疫情下两期业务结构差异，上游原材料价格波动的影响，公司 2022 年实现销售毛利 34.18 亿元 (+2.67%)，毛利率 48.13% (同比 2021 年度仅降低 0.16%)；净利润 15.73 亿元 (+6.00%)，净利润率 22.15% (较去年增加 0.62 个百分点)。公司将坚持数字化与卓越创新的战略导向，依托标杆制造水平，实现运营、成本及服务优势，降低经营风险，增强市场竞争力。2023 年 Q1 公司实现毛利 14.24 亿元 (+54.39%)，毛利率为 52.71% (较去年增加 2.03 个百分点)；净利润 7.07 亿元 (+53.25%)，净利率 26.17% (较去年增加 0.81 个百分点)。得益于公司对成本和费用的把控，公司利润稳中有升。

图 3：鱼跃医疗近年费用率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 4：鱼跃医疗近年利润率变化



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
流动资产	9873.15	11972.79	14958.27	17622.06	营业收入	7101.68	8393.98	9728.28	11140.41
现金	4838.29	6399.79	8723.76	10835.95	营业成本	3683.64	4244.88	4985.25	5683.22
应收账款	646.77	774.24	980.74	1152.77	营业税金及附加	70.27	83.06	96.26	110.24
其它应收款	25.70	55.39	49.40	82.98	营业费用	1031.47	1141.58	1313.32	1503.96
预付账款	82.15	94.67	116.17	138.11	管理费用	420.34	470.06	535.06	612.72
存货	1508.98	1806.18	2225.67	2528.53	财务费用	-96.25	0.00	0.00	0.00
其他	2771.26	2842.52	2862.54	2883.72	资产减值损失	-104.09	0.00	0.00	0.00
非流动资产	5222.06	5066.22	4908.41	4760.64	公允价值变动收益	2.16	0.00	0.00	0.00
长期投资	242.54	242.54	242.54	242.54	投资净收益	129.13	142.70	165.38	189.39
固定资产	2098.69	1951.02	1802.01	1651.51	营业利润	1841.80	2210.97	2526.01	2918.35
无形资产	519.87	522.32	524.78	527.24	营业外收入	10.03	10.03	10.03	10.03
其他	2360.96	2350.34	2339.08	2339.35	营业外支出	9.41	9.41	9.41	9.41
资产总计	15095.21	17039.01	19866.68	22382.70	利润总额	1842.42	2211.59	2526.62	2918.96
流动负债	3186.16	3242.14	3913.09	3937.48	所得税	269.73	323.77	369.89	427.33
短期借款	55.40	55.40	55.40	55.40	净利润	1572.69	1887.81	2156.73	2491.63
应付账款	1257.45	1316.22	1650.94	1668.50	少数股东损益	-22.35	-26.83	-30.65	-35.41
其他	1873.31	1870.52	2206.75	2213.59	归属母公司净利润	1595.04	1914.64	2187.37	2527.03
非流动负债	1842.62	1842.62	1842.62	1842.62	EBITDA	1782.76	2259.12	2553.43	2911.73
长期借款	1509.35	1509.35	1509.35	1509.35	EPS (元)	1.59	1.91	2.18	2.52
其他	333.28	333.28	333.28	333.28					
负债合计	5028.78	5084.76	5755.71	5780.10	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	206.41	179.59	148.94	113.54	营业收入	3.01%	18.20%	15.90%	14.52%
归属母公司股东权益	9860.02	11774.66	13962.03	16489.06	营业利润	9.11%	20.04%	14.25%	15.53%
负债和股东权益	15095.21	17039.01	19866.68	22382.70	归属母公司净利润	7.60%	20.04%	14.24%	15.53%
					毛利率	48.13%	49.43%	48.76%	48.99%
					净利率	22.46%	22.81%	22.48%	22.68%
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	16.18%	16.26%	15.67%	15.33%
经营活动现金流	2304.92	1453.19	2192.97	1957.19	ROIC	10.67%	12.55%	12.42%	12.45%
净利润	1572.69	1887.81	2156.73	2491.63	资产负债率	33.31%	29.84%	28.97%	25.82%
折旧摊销	260.63	190.84	192.81	182.77	净负债比率	49.96%	42.54%	40.79%	34.81%
财务费用	-41.59	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.10	3.69	3.82	4.48
投资损失	-129.13	-142.70	-165.38	-189.39	速动比率	2.53	3.04	3.17	3.75
营运资金变动	739.99	-482.16	9.43	-527.21	总资产周转率	0.47	0.49	0.49	0.50
其它	-97.67	-0.61	-0.61	-0.61	应收帐款周转率	10.98	10.84	9.92	9.66
投资活动现金流	-417.89	108.31	131.00	155.00	应付帐款周转率	5.65	6.38	5.89	6.68
资本支出	-177.72	-34.39	-34.39	-34.39	每股收益	1.59	1.91	2.18	2.52
长期投资	-348.96	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	2.30	1.45	2.19	1.95
其他	108.79	142.70	165.38	189.39	每股净资产	9.84	11.75	13.93	16.45
筹资活动现金流	354.89	0.00	0.00	0.00	P/E	19.84	16.52	14.46	12.52
短期借款	30.36	0.00	0.00	0.00	P/B	3.21	2.69	2.27	1.92
长期借款	50.73	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	16.39	12.11	9.80	7.87
其他	273.80	0.00	0.00	0.00	PS	4.46	3.77	3.25	2.84
现金净增加额	2378.01	1561.50	2323.97	2112.19					

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252612 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫄玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn