

鱼跃医疗(002223.SZ)

防疫政策调整改变收入结构，CGM与AED有望迎来放量

强烈推荐(维持)

股价:31.56元

主要数据

| | |
|-------------|----------------|
| 行业 | 医药 |
| 公司网址 | www.yuwell.com |
| 大股东/持股 | 江苏鱼跃科技发展有限公司 |
| 实际控制人 | 吴光明 |
| 总股本(百万股) | 1,002 |
| 流通A股(百万股) | 941 |
| 流通B/H股(百万股) | |
| 总市值(亿元) | 316 |
| 流通A股市值(亿元) | 297 |
| 每股净资产(元) | 10.55 |
| 资产负债率(%) | 30.1 |

行情走势图



证券分析师

| | |
|-----|--|
| 倪亦道 | 投资咨询资格编号 S1060518070001 021-38640502 NIYIDAO242@pingan.com.cn |
| 叶寅 | 投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn |



事项:

(1) 公司公布2022年年报, 全年实现营收71.02亿元(+3.01%), 实现归母净利润15.95亿元(+7.60%), 扣非后归母净利润为12.51亿元(-5.19%)。公司同时公布分红预案, 拟每10股派发现金6元(含税)。

(2) 公司公布2023年一季报, Q1实现营收27.03亿元(+48.41%), 实现归母净利润7.14亿元(+53.79%, 调整后), 扣非后归母净利润为7.03亿元(+79.18%, 调整后)。

平安观点:

■ 防疫政策调整, 冬季疫情相关产品需求增加

2022年末国内防疫政策出现调整, 公司疫情相关产品(制氧机、电子体温计、呼吸机等)在2022年末及2023年初实现密集的销售, 而常规产品需求则受到短期抑制。2022Q4公司实现营收19.85亿元(+25.34%), 2023Q1实现收入27.03亿元(+48.41%), 单季度销售金额再创历史新高。疫情相关产品毛利率相对较高, 销售产品结构的变化也提高了公司当期综合毛利率, 2022Q4公司毛利率为51.39%(+8.22pct), 2023Q1毛利率为52.71%(+2.03pct)。

从2022年全年看, 公司收入则呈现出疫情相关耗材增长较快、疫情相关设备有所回落、常规产品小幅回暖的特点。其中规模较大的几个板块中, 呼吸类实现收入22.39亿元(-14.62%), 糖尿病类实现收入5.30亿元(+16.04%), 感染控制类实现收入11.84亿元(+32.57%), 家用检测类实现收入15.21亿元(+5.06%), 康复和临床类实现收入14.08亿元(+14.70%)。随着疫情影响消退, 预期2023年全年常规产品收入增长将逐季加快。

■ 新款CGM与AED产品陆续上市, 放量可期 2023年公司将有两款具有重要意义产品上市。其中新一代CGM产品CT3系列已于3月获批上市,

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,894 | 7,102 | 8,380 | 9,667 | 11,067 |
| YOY(%) | 2.5 | 3.0 | 18.0 | 15.4 | 14.5 |
| 净利润(百万元) | 1,482 | 1,595 | 1,727 | 2,027 | 2,385 |
| YOY(%) | -15.7 | 7.6 | 8.2 | 17.4 | 17.6 |
| 毛利率(%) | 48.3 | 48.1 | 48.4 | 48.6 | 48.8 |
| 净利率(%) | 21.5 | 22.5 | 20.6 | 21.0 | 21.5 |
| ROE(%) | 17.9 | 16.2 | 14.9 | 14.9 | 14.9 |
| EPS(摊薄/元) | 1.48 | 1.59 | 1.72 | 2.02 | 2.38 |
| P/E(倍) | 21.3 | 19.8 | 18.3 | 15.6 | 13.3 |
| P/B(倍) | 3.8 | 3.2 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |

该产品具有14天免校准的特性，可用于家庭等消费市场场景。公司CGM产品在过去2年中已初步实现医疗场景的推广，CT3系列上市后则具备了由医院向家庭传导的基础，后续放量潜力巨大。

另一款产品则是国产化的AED设备。公司过去通过海外收购获得了优质AED产品，并将其引入国内市场。但由于国内疫情、招标政策以及产品成本等多种原因，产品推广并不十分顺利。据此，公司着手将AED产品国产化，强化其市场竞争力。这款产品有望在2023年上半年完成注册申请，叠加疫情消退后各地医疗建设的重心逐渐回到常规疾病领域，我们预期它能够实现较快放量。

- **维持“强烈推荐”评级。**维持2023-2024年EPS预测，并新增2025年EPS预测为1.72、2.02、2.38元。期待重要新品放量及常规产品销售恢复，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1) 业务整合风险：外延扩张后若整合不顺可能影响并购效果；2) 产品销售不及预期风险：若公司新品销售不能及时上量，可能影响产品迭代节奏；3) 产品降价风险：公司部分产品销售对象为医院，存在一定降价压力。

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 9,873 | 10,865 | 13,075 | 15,668 |
| 现金 | 4,838 | 5,633 | 7,430 | 9,581 |
| 应收票据及应收账款 | 701 | 933 | 1,076 | 1,232 |
| 其他应收款 | 26 | 37 | 42 | 49 |
| 预付账款 | 82 | 74 | 85 | 97 |
| 存货 | 1,509 | 1,541 | 1,772 | 2,017 |
| 其他流动资产 | 2,717 | 2,649 | 2,669 | 2,692 |
| 非流动资产 | 5,222 | 5,132 | 5,015 | 4,909 |
| 长期投资 | 243 | 257 | 273 | 290 |
| 固定资产 | 2,148 | 2,064 | 2,023 | 1,976 |
| 无形资产 | 520 | 454 | 405 | 347 |
| 其他非流动资产 | 2,312 | 2,357 | 2,314 | 2,296 |
| 资产总计 | 15,095 | 15,997 | 18,090 | 20,577 |
| 流动负债 | 3,186 | 2,714 | 3,119 | 3,551 |
| 短期借款 | 55 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1,447 | 1,381 | 1,588 | 1,808 |
| 其他流动负债 | 1,683 | 1,333 | 1,531 | 1,744 |
| 非流动负债 | 1,843 | 1,509 | 1,172 | 837 |
| 长期借款 | 1,540 | 1,207 | 869 | 534 |
| 其他非流动负债 | 303 | 303 | 303 | 303 |
| 负债合计 | 5,029 | 4,223 | 4,291 | 4,388 |
| 少数股东权益 | 206 | 188 | 186 | 190 |
| 股本 | 1,002 | 1,002 | 1,002 | 1,002 |
| 资本公积 | 1,989 | 1,989 | 1,989 | 1,989 |
| 留存收益 | 6,868 | 8,595 | 10,622 | 13,007 |
| 归属母公司股东权益 | 9,860 | 11,587 | 13,614 | 15,998 |
| 负债和股东权益 | 15,095 | 15,997 | 18,090 | 20,577 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 2,282 | 1,161 | 2,056 | 2,332 |
| 净利润 | 1,573 | 1,708 | 2,025 | 2,389 |
| 折旧摊销 | 237 | 268 | 283 | 273 |
| 财务费用 | -96 | -76 | -129 | -200 |
| 投资损失 | -129 | -141 | -150 | -158 |
| 营运资金变动 | 689 | -615 | -7 | -10 |
| 其他经营现金流 | 8 | 17 | 34 | 37 |
| 投资活动现金流 | -418 | -54 | -50 | -46 |
| 资本支出 | 340 | 150 | 150 | 150 |
| 长期投资 | -349 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -409 | -204 | -200 | -196 |
| 筹资活动现金流 | 355 | -313 | -208 | -135 |
| 短期借款 | 30 | -55 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 65 | -334 | -337 | -335 |
| 其他筹资现金流 | 260 | 76 | 129 | 200 |
| 现金净增加额 | 2,355 | 795 | 1,798 | 2,151 |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 7,102 | 8,380 | 9,667 | 11,067 |
| 营业成本 | 3,684 | 4,324 | 4,973 | 5,662 |
| 税金及附加 | 70 | 84 | 97 | 111 |
| 营业费用 | 1,031 | 1,249 | 1,416 | 1,605 |
| 管理费用 | 420 | 461 | 527 | 598 |
| 研发费用 | 496 | 566 | 638 | 719 |
| 财务费用 | -96 | -76 | -129 | -200 |
| 资产减值损失 | -104 | -84 | -97 | -111 |
| 信用减值损失 | -13 | -17 | -19 | -22 |
| 其他收益 | 161 | 150 | 155 | 161 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 投资净收益 | 129 | 141 | 150 | 158 |
| 资产处置收益 | 171 | 11 | 9 | 8 |
| 营业利润 | 1,842 | 1,977 | 2,346 | 2,769 |
| 营业外收入 | 10 | 15 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 9 | 6 | 6 | 6 |
| 利润总额 | 1,842 | 1,986 | 2,355 | 2,778 |
| 所得税 | 270 | 278 | 330 | 389 |
| 净利润 | 1,573 | 1,708 | 2,025 | 2,389 |
| 少数股东损益 | -22 | -19 | -2 | 5 |
| 归属母公司净利润 | 1,595 | 1,727 | 2,027 | 2,385 |
| EBITDA | 1,984 | 2,177 | 2,508 | 2,852 |
| EPS (元) | 1.59 | 1.72 | 2.02 | 2.38 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 3.0 | 18.0 | 15.4 | 14.5 |
| 营业利润(%) | 9.1 | 7.3 | 18.7 | 18.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | 7.6 | 8.2 | 17.4 | 17.6 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 48.1 | 48.4 | 48.6 | 48.8 |
| 净利率(%) | 22.5 | 20.6 | 21.0 | 21.5 |
| ROE(%) | 16.2 | 14.9 | 14.9 | 14.9 |
| ROIC(%) | 25.9 | 37.9 | 38.4 | 44.4 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 33.3 | 26.4 | 23.7 | 21.3 |
| 净负债比率(%) | -32.2 | -37.6 | -47.5 | -55.9 |
| 流动比率 | 3.1 | 4.0 | 4.2 | 4.4 |
| 速动比率 | 2.5 | 3.4 | 3.5 | 3.8 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 10.1 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| 应付账款周转率 | 2.9 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.59 | 1.72 | 2.02 | 2.38 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.28 | 1.16 | 2.05 | 2.33 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 9.84 | 11.56 | 13.58 | 15.96 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 19.8 | 18.3 | 15.6 | 13.3 |
| P/B | 3.2 | 2.7 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 13.3 | 11.5 | 9.2 | 7.2 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层