



买入（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：31.56

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

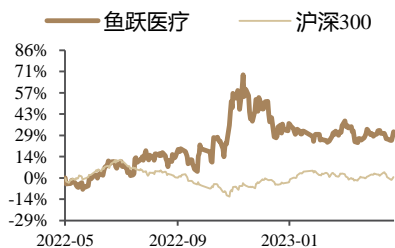
邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

研究助理

王艳

邮箱：wangyan5@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.88	0.45	1.45
相对涨幅(%)	-0.34	2.60	5.08

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《——鱼跃医疗 22 年三季报点评-鱼跃医疗 (002223.SZ)：疫情影响下业绩承压，2023 年业绩有望重回增长》，2022.10.26
- 《——鱼跃医疗 22 年半年报点评-鱼跃医疗 (002223.SZ)：业绩符合预期，糖尿病、感控表现亮眼》，2022.8.25

鱼跃医疗 (002223.SZ)：23 年预计各业务回归正常增长，新战略赛道迎收获期

——鱼跃医疗 22 年报及 23 年一季报点评

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年及 2023 年第一季度业绩：2022 年实现营收 71.02 亿 (+3.01%)；归母净利润 15.95 亿 (+7.6%)；23Q1 实现营收 27.03 亿 (+48.41%)；归母净利润 7.14 亿 (+53.8%)。
- 21 年海外高基数拖累业绩，23 年预计重回正常增长轨道：**公司 22 年全年业绩受 21 年海外高基数+国内疫情影响，我们预计 23 年将是疫后公司重回常规经营的第一年，各项业务有望回归正常增长。分产品，22 年呼吸业务 22.4 亿 (-14.62%，剔除疫情，雾化+~30%，呼吸机+20%以上)；糖尿病 5.3 亿 (+16.04%)，院内外拓展显成效；感控 11.8 亿 (+32.57%)，表现亮眼；家用 15.2 亿 (+5.06%)；急救 1.5 亿 (-17.33%)，受芯片短缺拖累。经营活动现金流 23.1 亿 (+92%)，货币资金 48.38 亿。
- 疫后 23Q1 公司业绩复苏态势强劲，盈利能力有望持续改善：**23 年 Q1 受国内疫情影响制氧机等产品加速放量拉动业绩，公司营收+利润端均实现较高增速。盈利能力方面，公司 23Q1 毛利率同比+2.03pct，销售费用率同比+0.23pct，管理费用率同比-1.20pct，盈利能力有望持续改善。全年看，公司 1 季度疫后复苏态势良好，各项业务预计恢复常规增长节奏。
- 新战略正处于发力阶段，2023 年将迎来收获期：**公司战略聚焦呼吸制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心赛道，并对急救、眼科、智能康复等高潜力业务进行积极孵化，有望打造覆盖多领域的产品结构。公司 CT3 产品已完成注册，AED 已取得国产注册证并投产，在研项目稳步推进，持续打开公司业绩潜力空间。
- 盈利预测与估值：**公司 23 年有望回归业绩常规增长轨道，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 83.9/99.7/119.5 亿，同比增速为 18.1%/18.8%/19.9%；净利润为 19.2/23.1/28 亿，同比增速为 20.2%/20.3%/21.4%，对应 PE 为 17/14/11 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品研发进度不及预期；新产品推广不及预期；海外业务拓展不及预期；疫情反复影响消费需求释放

股票数据

总股本(百万股):	1,002.48
流通 A 股(百万股):	941.12
52 周内股价区间(元):	22.24-40.74
总市值(百万元):	31,638.17
总资产(百万元):	15,416.07
每股净资产(元):	10.55

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,894	7,102	8,389	9,967	11,947
(+/-)YOY(%)	2.5%	3.0%	18.1%	18.8%	19.9%
净利润(百万元)	1,482	1,595	1,917	2,306	2,799
(+/-)YOY(%)	-15.7%	7.6%	20.2%	20.3%	21.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.49	1.61	1.91	2.30	2.79
毛利率(%)	48.3%	48.1%	47.6%	48.2%	48.8%
净资产收益率(%)	17.9%	16.2%	16.7%	17.2%	17.7%

资料来源:公司年报(2021-2022),德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.61	1.91	2.30	2.79
每股净资产	9.84	11.45	13.38	15.73
每股经营现金流	2.30	1.42	2.19	2.63
每股股利	0.30	0.30	0.37	0.44
价值评估(倍)				
P/E	19.79	16.50	13.72	11.30
P/B	3.24	2.76	2.36	2.01
P/S	4.46	3.77	3.17	2.65
EV/EBITDA	16.39	13.98	10.71	8.10
股息率%	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.1%	47.6%	48.2%	48.8%
净利润率	22.5%	22.9%	23.1%	23.4%
净资产收益率	16.2%	16.7%	17.2%	17.7%
资产回报率	10.6%	11.6%	12.1%	12.8%
投资回报率	10.7%	11.2%	12.2%	13.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.0%	18.1%	18.8%	19.9%
EBIT 增长率	-2.5%	18.4%	24.8%	23.5%
净利润增长率	7.6%	20.2%	20.3%	21.4%
偿债能力指标				
资产负债率	33.3%	29.5%	28.3%	27.1%
流动比率	3.1	3.7	4.0	4.2
速动比率	2.6	3.2	3.4	3.7
现金比率	1.5	2.0	2.3	2.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.2	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	149.5	110.0	110.0	110.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	3.4	3.8	4.3	5.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,595	1,917	2,306	2,799
少数股东损益	-22	2	7	14
非现金支出	377	225	239	246
非经营收益	-385	-229	-268	-308
营运资金变动	740	-491	-93	-113
经营活动现金流	2,305	1,425	2,191	2,639
资产	-178	-342	-250	-185
投资	-349	-57	-58	-54
其他	109	120	120	120
投资活动现金流	-418	-279	-188	-119
债权募资	506	195	100	100
股权募资	291	0	0	0
其他	-442	-301	-370	-440
融资活动现金流	355	-106	-270	-340
现金净流量	2,378	1,040	1,733	2,180

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,102	8,389	9,967	11,947
营业成本	3,684	4,393	5,161	6,115
毛利率%	48.1%	47.6%	48.2%	48.8%
营业税金及附加	70	80	95	113
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	1,031	1,174	1,395	1,673
营业费用率%	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用	420	403	458	550
管理费用率%	5.9%	4.8%	4.6%	4.6%
研发费用	496	537	608	717
研发费用率%	7.0%	6.4%	6.1%	6.0%
EBIT	1,522	1,803	2,250	2,779
财务费用	-96	-40	5	10
财务费用率%	-1.4%	-0.5%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-104	-10	-10	-10
投资收益	129	120	120	120
营业利润	1,842	2,192	2,643	3,217
营业外收支	1	9	9	9
利润总额	1,842	2,201	2,652	3,226
EBITDA	1,783	2,007	2,469	3,005
所得税	270	282	340	413
有效所得税率%	14.6%	12.8%	12.8%	12.8%
少数股东损益	-22	2	7	14
归属母公司所有者净利润	1,595	1,917	2,306	2,799

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,838	5,878	7,611	9,792
应收账款及应收票据	647	690	819	982
存货	1,509	1,314	1,545	1,833
其它流动资产	2,879	3,176	3,263	3,372
流动资产合计	9,873	11,057	13,239	15,979
长期股权投资	243	262	281	301
固定资产	2,099	2,203	2,306	2,404
在建工程	24	36	46	50
无形资产	520	576	579	581
非流动资产合计	5,222	5,525	5,762	5,962
资产总计	15,095	16,582	19,001	21,941
短期借款	55	150	150	150
应付票据及应付账款	1,447	1,276	1,499	1,776
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,683	1,529	1,682	1,871
流动负债合计	3,186	2,955	3,330	3,797
长期借款	1,509	1,609	1,709	1,809
其它长期负债	333	333	333	333
非流动负债合计	1,843	1,943	2,043	2,143
负债总计	5,029	4,897	5,373	5,940
实收资本	1,002	1,002	1,002	1,002
普通股股东权益	9,860	11,477	13,413	15,772
少数股东权益	206	208	215	229
负债和所有者权益合计	15,095	16,582	19,001	21,941

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。