

鱼跃医疗 (002223): 主营业务稳健增长, 防疫类产品加速市场渗透

2020年04月20日

推荐/维持

鱼跃医疗 | 公司报告

报告摘要:

事件: 公司2019年实现营业收入46.36亿元, 同比增长10.82%; 实现归母净利润7.53亿元, 同比增长3.49%, 扣非后净利7.08亿元, 同比增长10.15%, EPS为0.75元。2020Q1实现营业收入13.91亿元, 同比增长15.80%; 实现归母净利润3.83亿元, 同比增长55.16%, 扣非后净利3.66亿元, 同比增长53.29%, EPS为0.38元。业绩符合预期。预计2019H1实现净利润8.0-8.3亿元, 同比增长50%-55%。

短期来看, 新冠肺炎疫情刺激防疫类产品放量。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、额温枪、洁芙柔等多种主营产品持续供应紧张。

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)	4,183.39	4,635.93	6,174.42	7,137.14	8,501.15
增长率(%)	18.12%	10.82%	33.19%	15.59%	19.11%
净利润(百万元)	727.15	752.57	1,107.84	1,313.04	1,573.48
增长率(%)	22.82%	3.49%	47.21%	18.52%	19.83%
净资产收益率(%)	13.30%	12.40%	15.96%	16.46%	17.08%
每股收益(元)	0.73	0.75	1.11	1.31	1.57
PE	26.68	27.09	33.77	28.49	23.78

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

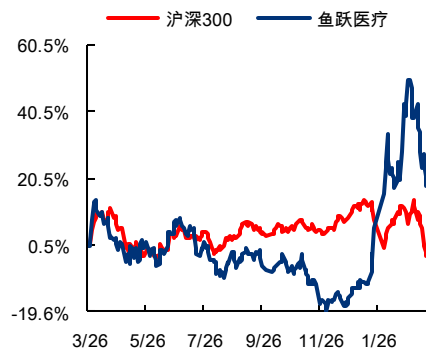
发债及交叉持股介绍:

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

2019年, 公司业绩增长稳定。家用医疗板块方面, 线上平台业务规模增长较快, 销售占比已超线下, 业绩同比增速达 25%, 其中无创呼吸机产品同比增长近 35%, 电子血压计、血糖仪及试纸、电动轮椅、AED 等主要产品增速超过 20%; 在临床医疗方面, 子公司的院内消毒与感染控制业务、中医器械产品均保持高速增长, 苏州子公司中医器械业务收入 2.72 亿元, 同比增长 27.08%, 上海子公司手术器械业务收入 7.13 亿元, 同比增长 25.73%, 子公司上海中优实现净利润 1.59 亿元, 同比增长 31.21%。

受新冠肺炎疫情刺激, 公司 2019Q1 防疫类产品业务大幅增长。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、额温枪、洁芙柔等多种主营产品持续供应紧张, 海外需求增长迅速, 已有大量订单排队等待发货。公司无创呼吸机已在全球范围内大规模供货, 且获得美国的临时紧急授权 (EUA), 呼吸机产能峰值约为 700 台/天, 假设每日出货量 250 台-700 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-7 万台, 累计贡献收入约 3.8 亿元-10.5 亿元。

随着海外疫情的蔓延, 估计公司防疫类产品的海外订单排队情况还将持续至 2019 年上半年, 进一步加速公司的国际化进程, 给公司发展提供长远动力。

盈利预测与投资评级:预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 61.74 亿、71.37 亿元、85.01 亿元; 归母净利润分别为 11.08 亿元、13.13 亿元、15.73 亿元; EPS 分别为 1.11 元、1.31 元、1.57 元, 对应 PE 分别为 33.77X、28.49X 和 23.78X。给予“推荐”评级

风险提示: 产品销售、市场推广不及预期

表 1: 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 700 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

表 2: 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

表 3: 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

表 4: 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

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				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	3904	4161	5812	7391	9032	营业收入	4183	4636	6174	7137	8501
货币资金	1661	1563	2273	3381	4287	营业成本	2517	2679	3779	4243	4944
应收账款	844	974	1272	1485	1760	营业税金及附加	40	44	59	14	49
其他应收款	88	45	61	70	83	营业费用	537	630	617	855	1105
预付款项	143	236	241	317	364	管理费用	247	266	337	410	493
存货	655	926	1145	1376	1550	财务费用	-30	-10	0	0	0
其他流动资产	114	145	248	313	405	研发费用	152	235	235	235	235
非流动资产合计	3008	3805	3629	3456	3285	资产减值损失	13.63	-4.38	-4.38	-4.38	-4.38
长期股权投资	155	181	181	181	181	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	610	1739	1600	1461	1321	投资净收益	35.64	23.66	50.00	50.00	50.00
无形资产	601	589	554	521	489	加: 其他收益	34.10	51.51	51.51	51.51	51.51
其他非流动资产	131	228	228	228	228	营业利润	776	850	1253	1486	1782
资产总计	6911	7966	9441	10847	12317	营业外收入	73.39	17.64	17.64	17.64	17.64
流动负债合计	1135	1575	2213	2577	2800	营业外支出	3.69	3.18	3.18	3.18	3.18
短期借款	157	150	0	0	0	利润总额	846	864	1268	1500	1796
应付账款	516	942	1038	1319	1447	所得税	95	103	151	178	214
预收款项	122	181	246	330	424	净利润	751	762	1117	1322	1582
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	24	9	9	9	9
非流动负债合计	232	234	191	191	191	归属母公司净利润	727	753	1108	1313	1573
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1367	1809	2404	2768	2991	成长能力					
少数股东权益	76	86	95	104	113	营业收入增长	18.12%	10.82%	33.19%	15.59%	19.11%
实收资本(或股本)	1002	1002	1002	1002	1002	营业利润增长	13.65%	9.49%	47.44%	18.59%	19.89%
资本公积	1783	1784	1784	1784	1784	归属于母公司净利润增长	22.82%	3.49%	47.21%	18.52%	19.83%
未分配利润	2361	2911	3704	4646	5773	获利能力					
归属母公司股东权益合计	5468	6071	6942	7975	9212	毛利率(%)	39.83%	42.21%	38.79%	40.55%	41.85%
负债和所有者权益	6911	7966	9441	10847	12317	净利率(%)	17.95%	16.43%	18.09%	18.52%	18.61%
现金流量表					单位: 百万元	偿债能力					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产净利润(%)	10.52%	9.45%	11.73%	12.11%	12.78%
经营活动现金流	798	614	1057	1341	1194	ROE(%)	13.30%	12.40%	15.96%	16.46%	17.08%
净利润	751	762	1117	1322	1582	资产负债率(%)	20%	23%	25%	26%	24%
折旧摊销	103.99	117.00	182.48	180.21	178.08	流动比率	3.44	2.64	2.63	2.87	3.23
财务费用	-30	-10	0	0	0	速动比率	2.86	2.05	2.11	2.33	2.67
应收账款减少	-91	-130	-298	-213	-275	营运能力					
预收帐款增加	35	59	65	83	95	总资产周转率	0.62	0.62	0.71	0.70	0.73
投资活动现金流	-1066	-553	39	47	47	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	8.90	6.36	6.24	6.06	6.15
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	36	24	50	50	50	每股收益(最新摊薄)	0.73	0.75	1.11	1.31	1.57
筹资活动现金流	-147	-166	-386	-280	-335	每股净现金流(最新摊薄)	-0.41	-0.10	0.71	1.11	0.90
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.45	6.06	6.92	7.96	9.19
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	26.68	27.09	33.77	28.49	23.78
资本公积增加	-345	1	0	0	0	P/B	6.84	6.16	5.39	4.69	4.06
现金净增加额	-415	-105	710	1108	905	EV/EBITDA	42.93	38.47	24.62	20.52	16.97

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	新冠疫情下，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。