

业绩增长稳健，海内外疫情驱动品牌力提升

增持|维持

——鱼跃医疗 2019 年报&2020Q1 季报点评

事件：

4月17日，公司公告2019年年报及2020一季报：报告期内实现营收、归母净利润、扣非归母净利润为46.36亿元、7.53亿元和7.08亿元，分别同比增长10.82%、3.49%和10.15%；2020Q1实现营收、归母净利润、扣非归母净利润为13.9亿元、3.83亿元和3.66亿元，分别同比增长15.80%、55.16%和53.29%。

● 2019年度业绩增长稳定，临床板块表现抢眼

(1) **临床板块**：各子公司实现快速增长，其中上械集团在技改下实现收入回升，营收达7.13亿元，同比增长25.73%，上海中优业绩增长明显，主要受益于公司丹阳新厂区投产后消毒类产品供货能力提升以及民品业务拓展顺利，中医器械业务增速较快，营收2.72亿元，同比增长27.08%；(2) **家用医疗板块**：实现营收17.81亿元，同比增长16.14%，其中血糖仪及试纸、电子血压计、红外体温计、AED等产品销售良好，增速均超过25%；

(3) **呼吸与供氧板块**：营收12.18亿元，其中无创呼吸机同比增长35%，而核心产品制氧机、雾化器在渠道调整后影响较大，销售额同比下降10%。报告期内，公司线上业务持续发力，同比增速25%，驱动公司业绩提升。

● 2019毛利率稳步提升，2020Q1盈利能力大幅提升

2019年度销售毛利率为42.21%，同比上升2.38pct，主要系毛利率较高的临床业务板块占比增加；研发费用2.35亿元，同比增长54.53%，研发费用率增加1.43pct至5.07%，主要由于公司不断增加新品研发以保证产品竞争力，目前有41个新品处于研发不同阶段或刚上市，后续储备丰富，业务可持续性较强。管理费用率略微下降0.16pct至5.74%，财务费用率由于美元汇兑损益影响变弱下降0.5pct至0.22%。2020Q1受益于呼吸机、制氧机、血氧仪等高毛利疫情相关产品的需求增加，尤其是毛利较高的医用无创呼吸机销量激增，使得毛利率高达53.12%，同比大幅增加12.01pct。

● 疫情刺激海外订单持续增长，品牌建设加速医院端渗透

公司目前海外订单已排至5月，短期来看，公司呼吸机、制氧机、消毒感控等疫情相关产品收入在二季度甚至全年有望持续提升，根据公司业绩预估，2020年上半年归母净利润为8~8.27亿元，同比增长50%到55%；长期来看，家用医疗市场持续景气，公司血糖仪、呼吸机、留置针等医用器械在二级及基层医院突破良好，有望借助在疫情期间建立的品牌公信力，继续推进至更广阔、更高等级医院，同时也有望加速拓展海外市场空间。

● 投资建议与盈利预测

公司处在家用医疗良好的黄金发展赛道，同时受益于疫情影响，品牌影响力和认知度大幅度提升，预计20-22年公司实现营业收入分别为58.07/67.41/77.05亿元，归母净利润为9.94/11.48/13.74亿元，EPS为0.99/1.15/1.37元/股，对应PE为40x/34x/29x，维持“增持”评级。

● 风险提示

疫情恢复不及预期；并购标运营不及预期；产能扩张速度不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4183.39	4635.93	5807.60	6741.33	7705.69
收入同比(%)	18.12	10.82	25.27	16.08	14.31
归母净利润(百万元)	727.15	752.57	994.32	1148.23	1374.45
归母净利润同比(%)	22.82	3.49	32.12	15.48	19.70
ROE(%)	13.30	12.40	14.07	14.24	14.80
每股收益(元)	0.73	0.75	0.99	1.15	1.37
市盈率(P/E)	54.35	52.51	39.74	34.42	28.75

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价：39.40元

基本数据

52周最高/最低价(元)：40.22/18.66

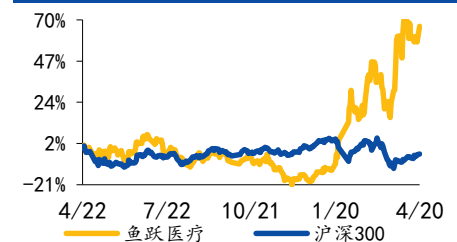
A股流通股(百万股)：866.86

A股总股本(百万股)：1002.48

流通市值(百万元)：34154.11

总市值(百万元)：39497.59

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-呼吸机专题：生命防线，呼吸守候》2020-04-01

报告作者

分析师 常启辉

执业证书编号 S0020517090001

电话 021-51097188-1936

邮箱 changqihui@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3903.67	4161.12	5339.59	5520.64	6474.86
现金	1661.15	1563.09	2000.00	2000.00	2361.60
应收账款	844.37	974.26	1277.67	1483.09	1695.25
其他应收款	87.97	45.43	145.19	168.53	192.64
预付账款	142.73	236.38	208.30	239.88	275.57
存货	654.94	926.09	937.33	599.71	918.58
其他流动资产	512.50	415.86	771.11	1029.42	1031.22
非流动资产	3007.73	3804.61	3368.55	3241.43	3121.22
长期投资	154.65	180.85	150.00	150.00	150.00
固定资产	609.66	1738.71	1604.89	1462.89	1316.80
无形资产	600.75	589.13	589.13	589.13	589.13
其他非流动资产	1642.67	1295.92	1024.53	1039.41	1065.30
资产总计	6911.40	7965.73	8708.14	8762.07	9596.08
流动负债	1135.10	1575.18	1352.95	400.67	-0.72
短期借款	156.94	150.00	1353.70	401.46	0.00
应付账款	516.09	942.35	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	462.07	482.83	-0.75	-0.79	-0.72
非流动负债	231.64	233.97	194.03	193.58	193.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	231.64	233.97	194.03	193.58	193.00
负债合计	1366.73	1809.15	1546.98	594.25	192.28
少数股东权益	76.49	86.00	94.52	104.36	116.15
股本	1002.48	1002.48	1002.48	1002.48	1002.48
资本公积	1783.36	1783.96	1783.96	1783.96	1783.96
留存收益	2677.46	3279.66	4273.98	5271.83	6495.91
归属母公司股东权益	5468.17	6070.58	7066.65	8063.46	9287.65
负债和股东权益	6911.40	7965.73	8708.14	8762.07	9596.08

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	798.14	614.20	-766.99	1071.41	823.03
净利润	750.89	761.57	1002.83	1158.07	1386.24
折旧摊销	103.99	117.00	148.33	149.26	149.72
财务费用	-30.42	-10.33	-17.59	-17.24	-75.29
投资损失	-35.64	-23.66	-16.00	-15.00	-15.00
营运资金变动	-10.84	-263.37	-2058.76	-181.10	-592.54
其他经营现金流	20.17	32.98	174.20	-22.59	-30.09
投资活动现金流	-1066.23	-553.17	-18.54	15.00	15.00
资本支出	389.54	440.39	0.00	0.00	0.00
长期投资	712.65	131.90	70.87	0.00	0.00
其他投资现金流	35.96	19.12	52.33	15.00	15.00
筹资活动现金流	-146.87	-166.20	1222.43	-1086.41	-476.43
短期借款	106.94	-6.94	1203.70	-952.24	-401.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-345.08	0.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	91.27	-159.86	18.73	-134.17	-74.97
现金净增加额	-392.24	-98.06	436.91	0.00	361.60

利润表

单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4183.39	4635.93	5807.60	6741.33	7705.69
营业成本	2517.35	2679.18	3471.59	3998.07	4592.88
营业税金及附加	40.18	44.30	56.33	64.04	73.20
营业费用	536.80	630.09	691.10	795.48	909.27
管理费用	246.97	266.18	348.46	404.48	446.93
研发费用	152.12	235.07	200.00	250.00	250.00
财务费用	-30.42	-10.33	-17.59	-17.24	-75.29
资产减值损失	-13.63	-4.38	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.64	23.66	16.00	15.00	15.00
营业利润	776.20	849.89	1107.71	1296.51	1558.70
营业外收入	73.39	17.64	30.00	18.50	15.00
营业外支出	3.69	3.18	2.00	2.00	2.00
利润总额	845.89	864.34	1135.71	1313.01	1571.70
所得税	95.00	102.77	132.88	154.93	185.46
净利润	750.89	761.57	1002.83	1158.07	1386.24
少数股东损益	23.73	9.01	8.52	9.85	11.79
归属母公司净利润	727.15	752.57	994.32	1148.23	1374.45
EBITDA	849.77	956.56	1238.45	1428.52	1633.13
EPS (元)	0.73	0.75	0.99	1.15	1.37

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	18.12	10.82	25.27	16.08	14.31
营业利润 (%)	13.65	9.49	30.34	17.04	20.22
归属母公司净利润 (%)	22.82	3.49	32.12	15.48	19.70
获利能力					
毛利率 (%)	39.83	42.21	40.22	40.69	40.40
净利率 (%)	17.38	16.23	17.12	17.03	17.84
ROE (%)	13.30	12.40	14.07	14.24	14.80
ROIC (%)	17.26	16.91	15.14	17.66	19.15
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.78	22.71	17.76	6.78	2.00
净负债比率 (%)	11.48	8.29	87.51	67.56	0.00
流动比率	3.44	2.64	3.95	13.78	-8995.31
速动比率	2.84	2.04	3.25	12.28	-7719.16
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.62	0.70	0.77	0.84
应收账款周转率	4.79	4.67	4.96	4.88	4.85
应付账款周转率	5.36	3.67	7.37	-	-
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.73	0.75	0.99	1.15	1.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.80	0.61	-0.77	1.07	0.82
每股净资产 (最新摊薄)	5.45	6.06	7.05	8.04	9.26
估值比率					
P/E	54.35	52.51	39.74	34.42	28.75
P/B	7.23	6.51	5.59	4.90	4.25
EV/EBITDA	44.46	39.49	30.50	26.45	23.13

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188