

## 鱼跃医疗 (002223)

## 助力抗疫取得高增长，生产、销售升级筹备未来发展

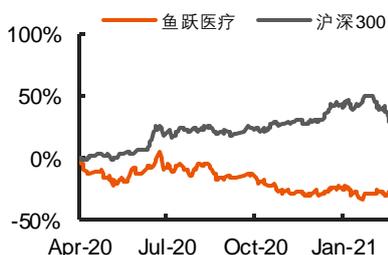
## 强烈推荐 (维持)

现价: 26.87 元

## 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.yuyue.com.cn
大股东/持股	江苏鱼跃/24.54%
实际控制人	吴光明
总股本(百万股)	1,002
流通 A 股(百万股)	841
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	269.37
流通 A 股市值(亿元)	225.97
每股净资产(元)	7.42
资产负债率(%)	25.5

## 行情走势图



## 相关研究报告

《鱼跃医疗\*002223\*Q3 表现再超预期，非疫情产品有所回暖》 2020-10-22  
 《鱼跃医疗\*002223\*全球抗疫产品需求释放，驱动公司实现高增长》 2020-08-16

## 证券分析师

**叶寅** 投资咨询资格编号  
 S1060514100001  
 021-22662299  
 yeyin757@pingan.com.cn

**倪亦道** 投资咨询资格编号  
 S1060518070001  
 021-38640502  
 niyidao242@pingan.com.cn



## 投资要点

## 事项:

公司发布2020年年报: 全年实现营收67.26亿元 (+45.08%), 实现归属净利润17.59亿元 (+133.74%), 扣非后归属净利润为16.26亿元 (+129.82%), 与之前发布的快报基本一致。公司发布分红预案: 每10股派现3元(含税)。

## 平安观点:

## ■ 疫情产品带动全年高增长, Q4 销售向常态转变:

国内外疫情导致相关医疗器械与耗材的需求大幅攀升, 且该需求持续较长时间, 公司依托相关产品的放量实现全年高增长。三大板块中, 呼吸机与制氧机所在的医用呼吸与供氧板块全年实现收入 22.60 亿元 (+85.51%), 毛利率也提升至 61.82% (+13.92PP); 家用医疗得益于疫情期间健康监测类需求提升及线上购物比例提升, 实现收入 26.54 亿元 (+49.00%), 新型额温枪等高毛利率产品的大卖拉高了板块毛利率, 达到 50.27% (+10.44PP); 医用临床板块产品销售结构发生较大变化, 与医院常规门诊或手术相关的产品有所下滑, 消毒类产品则快速放量, 综合起来实现收入 15.94 亿元 (+29.68%), 毛利率为 50.21% (-0.77PP)。同时疫情相关产品的销售几乎不占用销售费用, 公司 2020 年销售费用率为 11.21% (-2.38PP), 综合以上因素, 公司全年利润增长显著快于收入增长。

2020Q4 公司销售结构向常态转变, 大部分抗疫产品增速回落, 电子血压计、血糖试纸等占收入比重环比增加。Q4 单季度实现营收 18.77 亿元 (+73.90%), 双 11 促销+常规产品销售比重增加使得 Q4 综合毛利率同比上升而环比下降, 达到 44.04% (同比+0.89PP)。

## ■ 丹阳智能化基地启用, 扩大产能、提升效率:

丹阳智能化制造基地自 2019 年下半年陆续开始启用后, 已经承接了母公司旗下各类产品及上械、中优、针灸厂等子公司部分产品的生产。丹阳基地的落地解决了过去几年一直影响鱼跃发展速度的产能瓶颈问题, 其智能化、自动化的产线显著提升了公司生产、运营及管理效率。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,636	6,726	6,304	7,380	8,629
YoY(%)	10.8	45.1	-6.3	17.1	16.9
净利润(百万元)	753	1,759	1,127	1,340	1,577
YoY(%)	3.5	133.7	-35.9	18.9	17.7
毛利率(%)	42.2	52.7	44.5	44.9	45.0
净利率(%)	16.2	26.2	17.9	18.2	18.3
ROE(%)	12.4	23.4	13.6	14.3	14.8
EPS(摊薄/元)	0.75	1.75	1.12	1.34	1.57
P/E(倍)	35.8	15.3	23.9	20.1	17.1
P/B(倍)	4.4	3.6	3.3	2.9	2.5

■ **新冠产品赢得口碑，着手开拓医院、海外渠道：**

公司过去缺乏成熟的院内和海外销售渠道，品牌影响力受到限制。疫情期间，公司呼吸机、制氧机等产品成功进入众多国内外医疗机构，初步树立了公司的品牌形象。

公司计划以此为契机，进一步打造院内及海外渠道。院内市场通过无创呼吸机、高流量湿化仪等产品重点突破呼吸科。海外市场大幅增加销售人员，由被动销售转为主动销售，并逐步实现属地化销售、服务团队建设。新市场的开拓为公司打开新的发展方向。

■ **维持“强烈推荐”评级：**考虑疫情恢复进度及公司最新战略安排，调整并更新公司 2021-2023 年 EPS 预测为 1.12、1.34、1.57 元（原预测 2021-2022 年 1.33、1.59 元），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	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5335	6647	7766	9722
现金	2775	3439	4567	5756
应收票据及应收账款	547	879	790	1161
其他应收款	30	41	42	55
预付账款	58	218	106	273
存货	968	1114	1305	1521
其他流动资产	956	956	956	956
<b>非流动资产</b>	4730	4597	4532	4467
长期投资	211	246	282	317
固定资产	1843	1693	1605	1520
无形资产	554	564	581	563
其他非流动资产	2121	2093	2065	2068
<b>资产总计</b>	10065	11244	12298	14190
<b>流动负债</b>	2330	2673	2626	3200
短期借款	641	477	532	513
应付票据及应付账款	927	1128	1259	1530
其他流动负债	763	1069	835	1157
<b>非流动负债</b>	240	240	240	240
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	240	240	240	240
<b>负债合计</b>	2570	2914	2866	3440
少数股东权益	58	67	79	95
股本	1002	1002	1002	1002
资本公积	1784	1784	1784	1784
留存收益	4644	5780	7132	8725
<b>归属母公司股东权益</b>	7437	8264	9353	10655
<b>负债和股东权益</b>	10065	11244	12298	14190

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2831	1152	1419	1542
净利润	1757	1136	1352	1593
折旧摊销	214	186	194	168
财务费用	128	12	15	7
投资损失	-127	-41	-48	-52
营运资金变动	854	-141	-94	-175
其他经营现金流	6	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1558	-11	-81	-51
资本支出	679	-169	-100	-100
长期投资	-1073	-35	-30	-35
其他投资现金流	-1953	-215	-212	-187
<b>筹资活动现金流</b>	-454	-476	-211	-301
短期借款	491	-164	55	-18
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-944	-312	-265	-283
<b>现金净增加额</b>	706	665	1127	1189

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	6726	6304	7380	8629
营业成本	3183	3498	4064	4748
营业税金及附加	62	60	70	82
营业费用	754	857	1000	1161
管理费用	360	353	410	466
研发费用	402	347	406	475
财务费用	128	12	15	7
资产减值损失	-36	-5	-6	-8
其他收益	72	70	70	70
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
投资净收益	127	41	48	52
资产处置收益	-6	0	0	0
<b>营业利润</b>	2010	1293	1540	1820
营业外收入	16	20	23	24
营业外支出	7	7	9	13
<b>利润总额</b>	2019	1306	1554	1831
所得税	262	170	202	238
<b>净利润</b>	1757	1136	1352	1593
少数股东损益	-2	9	12	16
<b>归属母公司净利润</b>	1759	1127	1340	1577
EBITDA	2208	1461	1706	1943
EPS(元)	1.75	1.12	1.34	1.57

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	45.1	-6.3	17.1	16.9
营业利润(%)	136.5	-35.7	19.1	18.2
归属于母公司净利润(%)	133.7	-35.9	18.9	17.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	52.7	44.5	44.9	45.0
净利率(%)	26.2	17.9	18.2	18.3
ROE(%)	23.4	13.6	14.3	14.8
ROIC(%)	21.0	12.4	13.1	13.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.5	25.9	23.3	24.2
净负债比率(%)	-25.9	-33.3	-40.8	-47.0
流动比率	2.3	2.5	3.0	3.0
速动比率	1.7	1.9	2.3	2.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	8.8	8.8	8.8	8.8
应付账款周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.75	1.12	1.34	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	2.85	1.15	1.42	1.54
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.24	9.33	10.63
<b>估值比率</b>				
P/E	15.3	23.9	20.1	17.1
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	11.1	16.2	13.2	11.0

## 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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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。

### 免责声明：

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 2021 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

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033