

2021年4月20日

王睿哲  
C0062@capital.com.tw  
目标价(元)

32

## 鱼跃医疗(002223.SZ)

买进 (Buy)

2020 净利同比增长 133%，符合预期

### 结论与建议:

- 公司业绩:** 公司 2020 年实现营收 67.3 亿元, YOY+45.1%, 录得净利润 17.6 亿元, YOY+133.7%, 扣非后 YOY+129.8%, 公司业绩符合预期。其中 20Q4 单季度实现营收 18.8 亿元, YOY+73.9%, 录得净利润 2.5 亿元, YOY+527.4%, 扣非后 YOY+943%, 20Q4 业绩大幅增长主要是一方面得益于海外疫情反复带动部分抗疫产品销售的延续以及家用产品销售的恢复; 另一方面是 19Q4 基期较低 (19Q4 净利 YOY-60%)。
- 抗疫相关产品快速增长, 家用产品受益于线上销售增长:** (1) 受益于抗疫需求, 制氧机海内外收入同比增长 40%, 呼吸机也实现快速上量, 感控消毒类产品收入同比增长 53%; (2) 受益于线上平台销售拉动, 家用类产品也均实现了快速增长, 其中电子血压计、血糖检测类产品分别同比增长超 35% 和 30%, 传统的康复类产品, 轮椅等则有所下降; (3) 展望未来, 海外疫情反复将对抗疫产品仍有一定需求, 并且因疫情形成的销售通路将对公司海外业务拓展带来积极正面的影响, 而从国内业务来看, 国内疫情控制下公司传统产品销售将会不断恢复增长, 国民健康消毒意识的提升将会维持较为旺盛的感控消毒类产品的需求。
- 综合毛利率提升明显, 汇兑损失增加:** 公司 2020 年综合毛利率 52.7%, 同比增加 10.5 个百分点, 主要抗疫高毛利产品贡献, 其中 20Q4 单季毛利率为 44%, 同比增加 0.9 个百分点, 环比下降 9.3 个百分点, 主要是 Q4 传统产品销售进一步恢复, 营收占比有所增加所致。2020 年期间费用率同比微增 0.3 个百分点至 24.4%, 其中销售费用率同比下降 2.4 个百分点, 管理费用率为 5.4%, 同比下降 0.4 个百分点, 研发费用率为 6.0%, 同比增加 0.9 个百分点, 财务费用率, 1.9%, 同比增加 2.1 个百分点, 主要是 2020 年疫情使得海外收入占比提升, 汇兑损失增加。
- 盈利预计及投资建议:** 我们预计公司 2021 年、2022 年实现净利润 11.7 和 13.3 亿元, yoy 分别-33.3% 和 +13.2%, 折合 EPS1.17 和 1.33 元。当前股价对应的 PE 分别为 23 倍和 20 倍, 估值不高, 我们维持“买进”的投资建议。

**风险提示:** 疫情对相关产品带动不及预期, 外延整合不及预期, 产能释放不及预期

### 公司基本资讯

產業別	医药生物		
A 股价(2021/4/20)	26.94		
深证成指(2021/4/20)	14101.90		
股價 12 個月高/低	40.92/25.42		
總發行股數(百萬)	1002.48		
A 股數(百萬)	840.99		
A 市值(億元)	226.56		
主要股東	江苏鱼跃科技发展有限公司 (24.54%)		
每股淨值(元)	7.42		
股價/賬面淨值	3.63		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	1.5	-7.2	-26.9

### 近期评等

日期	收盘价	评级
2020-10-22	31.40	买进

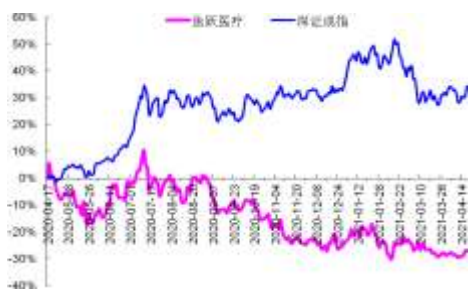
### 产品组合

康复护理	36.6%
医用供养	35.1%
医用临床	21.9%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.6%
一般法人	30.2%

### 股价相对大盘走势

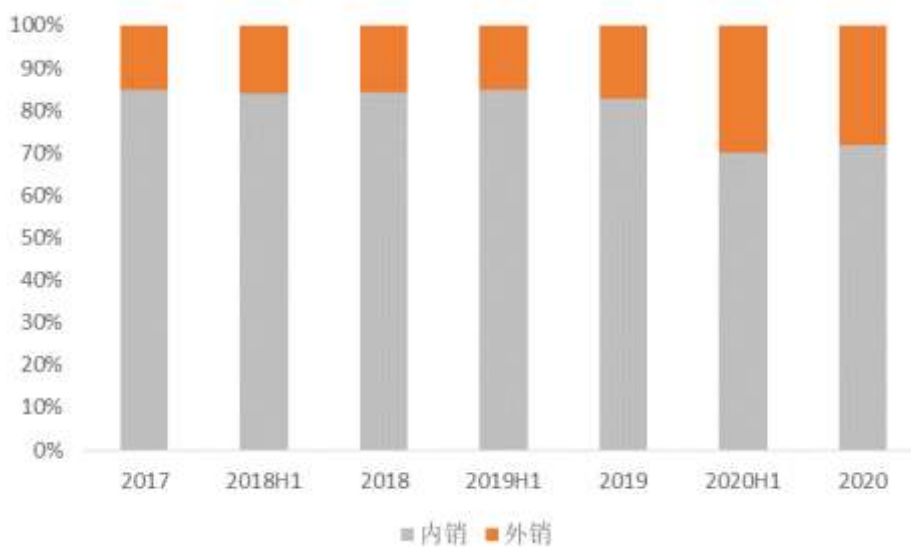


年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	727	753	1759	1174	1328
同比增减	%	22.82	3.49	133.74	-33.27	13.18
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.73	0.75	1.75	1.17	1.33
同比增减	%	23.73	2.74	133.33	-33.10	13.18
市盈率(P/E)	X	36.90	35.92	15.39	23.01	20.33
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.40	0.30	0.35	0.40
股息率 (Yield)	%	0.56	1.48	1.11	1.30	1.48

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

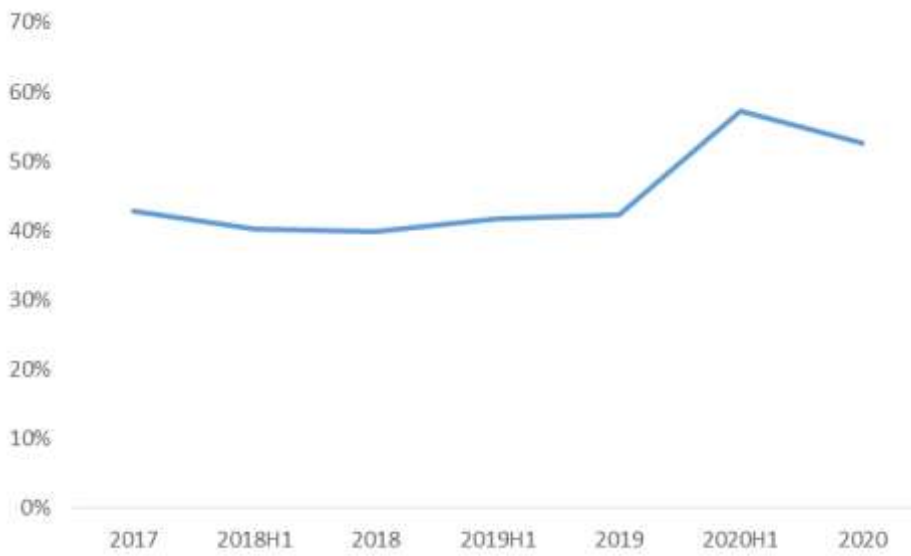
图：国内外营收比例变化



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

图：公司毛利率变化





资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

附一：合并损益表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
营业收入	4183	4636	6726	5828	6449
经营成本	2517	2679	3183	3149	3470
营业税金及附加	40	44	62	52	58
销售费用	537	630	754	728	806
管理费用	247	266	360	326	348
财务费用	-30	-10	128	35	19
资产减值损失	14				
投资收益	36	24	127	100	100
营业利润	776	850	2010	1310	1487
营业外收入	73	18	16	28	28
营业外支出	4	3	7	2	2
利润总额	846	864	2019	1336	1513
所得税	95	103	262	160	182
少数股东损益	24	9	-2	2	3
归母净利润	727	753	1759	1174	1328

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
货币资金	1661	1563	2775	3136	3606
应收账款	844	974	547	530	636
存货	655	926	968	1027	1129
流动资产合计	3904	4161	5335	5868	6455
长期股权投资	155	181	211	243	316
固定资产	610	1739	1843	1954	2013
在建工程	555	29	19	17	15
非流动资产合计	3008	3805	4730	5014	5265
资产总计	6911	7966	10065	10883	11720
流动负债合计	1135	1575	2330	2609	2870
非流动负债合计	232	234	240	246	252
负债合计	1367	1809	2570	2855	3123
少数股东权益	76	86	58	63	70
股东权益合计	5468	6071	7437	7964	8528
负债及股东权益合计	6911	7966	10065	10883	11720

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020	2021F	2022F
经营活动所得现金净额	798	614	2831	1,699	1,868
投资活动所用现金净额	-1066	-553	-1558	-380	-400
融资活动所得现金净额	-147	-166	-454	-300	-280
现金及现金等价物净增加额	-392	-98	706	1019	1188

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。