

鱼跃医疗 (002223)

Q1常规产品增长理想，海外疫情反复带来不确定性

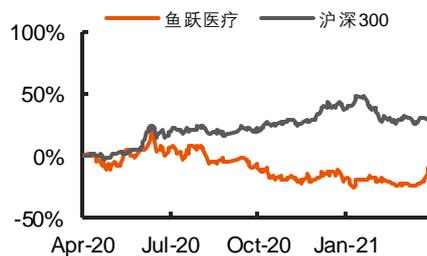
强烈推荐 (维持)

现价: 30.3 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)	303.75
流通 A 股市值(亿元)	254.82
每股净资产(元)	7.52
资产负债率(%)	23.7

行情走势图



相关研究报告

- 《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》 2021-04-18
- 《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2021年一季报: Q1实现营收16.62亿元(+19.45%),实现归属净利润4.59亿元(+20.04%),扣非后归属净利润为4.39亿元(+20.09%)。符合预期。

平安观点:

■ Q1 运营稳定，常规产品销售继续恢复:

2021Q1 延续 2020 年下半年的趋势，以电子血压计、血糖仪等为代表的常规产品销售逐季得到恢复，估计相比上年同期会有较好增长。疫情相关产品中，制氧机留存订单较多，估计 Q1 仍有一定规模的销售，而呼吸机销售占比会有所下降。

产品结构的变化使公司综合毛利率小幅下降至 51.86% (-1.26PP)。报告期内销售费用率为 11.72% (+0.33PP)，变化不大；排产正常化后管理费用率下降至 4.52% (-1.53PP)；研发费用率为 4.35% (-0.44PP)。

经过疫情期间的积累，公司成功实现了院内及海外两大渠道的初步开拓。2021 年公司将着手巩固并扩大这一优势。目前公司正在积极推进高流量湿化氧疗仪等新品入院，年内有望销售 2000 台左右。另一方面，公司负责海外销售的团队人数相比之前有显著增加，部分人员现已采取属地化办公。公司将考虑各国家、地区当地市场特点，尝试复制公司在国内市场的成功经验。如果推广顺利，能够显著提升鱼跃发展的天花板。

■ 海外局部地区疫情出现反复，后续排产存在不确定性:

近期以印度为代表的部分海外地区疫情出现反复，对制氧机、呼吸机等疫情相关产品的需求有所提升。公司后续排产计划可能会因后续疫情变化而进行调整，对 Q2 及之后业绩带来更大不确定性。

	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)	40.4	17.3	27.0	22.7	19.3
P/B(倍)	5.0	4.1	3.7	3.2	2.9

- **维持“强烈推荐”评级：**暂不考虑印度等地疫情反复引起公司排产变化的可能。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 1.12、1.34、1.57 元的预测，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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	10065	11244	12298	14190
流动负债	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
非流动负债	240	240	240	240
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	240	240	240	240
负债合计	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
归属母公司股东权益	7437	8264	9353	10655
负债和股东权益	10065	11244	12298	14190

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	706	665	1127	1189

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	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
营业利润	2010	1293	1540	1820
营业外收入	16	20	23	24
营业外支出	7	7	9	13
利润总额	2019	1306	1554	1831
所得税	262	170	202	238
净利润	1757	1136	1352	1593
少数股东损益	-2	9	12	16
归属母公司净利润	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
成长能力				
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
获利能力				
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
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	17.3	27.0	22.7	19.3
P/B	4.1	3.7	3.2	2.9
EV/EBITDA	12.6	18.5	15.2	12.8

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