

## 收购凯立特布局CGM, 低估值平台型器械公司内生稳健增长

### 投资要点

- **事件:** 5月10日, 公司公告通过受让 LenoMed Venture、凯联医疗等7方合计持有之凯立特50.993%的股权(交易后将并表), 布局连续动态血糖监测(CG M)。凯立特整体估值8亿元, 受让股权价值为4.08亿元。
- **凯立特为国内CGM领先企业, 公司通过收购实现强强联合。**凯立特成立于2010年, 创始人张亚南博士深耕CGM领域多年, 曾任美敦力MiniMed/MRG的CGM传感器、人工胰腺技术首席科学家, 主导并参与了全球首例人工胰腺的葡萄糖传感器以及第一个动态血糖产品CGMSGold, 是美国长期动态传感器及植入式阵列芯片的主要研究者。张亚南博士2004年回国创立圣美迪诺公司, 成功研发并上市中国第一个动态血糖测产品, 使中国成为除美国以外第一个完成CGM研发的国家, 我们认为管理层在该领域丰富的经验和技術储备有望使得凯立特成为国内CGM领导者。凯立特CGM产品在2016年和2021年已经分别获得欧盟CE认证和中国NMPA注册证, 借助鱼跃医疗规模化、智能化、精益化的生产能力, 共享上市公司BGM销售资源、软件开发资源及用户运营能力, 有望在研发、生产、销售及用户服务等方面实现强强联合。
- **连续动态血糖监测市场广阔, 凯立特已在布局新一代CGM产品。**根据国际糖尿病联盟公布的数据, 2019年国内糖尿病确诊患者已达到1.16亿人, 占全球比重25.1%, 为全球糖尿病第一大国, 血糖管理需求巨大。从全球看, 连续动态血糖监测(CG M)是血糖管理的重要趋势, 根据Grand View Research数据, 2019年全球CGM市场规模约39.3亿美元, 未来将保持复合12.7%的增长, 市场主要由德康、雅培和美敦力占据。CGM在欧美已经逐渐普及但在我国渗透率较低, 未来国内CGM市场空间广阔。凯立特第一代产品已在欧洲和中国上市, 目前在布局下一代CGM产品, 预计将显著提升产品的性能和稳定性, 无需校准, 有望进一步缩小和全球领先产品G6的差距, 作为国产领先企业获益于国内市场渗透率提升。
- **常规核心产品恢复高增长驱动内生业绩稳健增长, 平台型器械龙头定位清晰。**21Q1收入16.6亿元(+19.5%), 归母净利润4.6亿元(+20%), 抗疫产品如呼吸机、额温枪、手消类等影响逐渐减弱, 常规核心产品电子血压计、血糖仪及试纸、AED产品、制氧机等产品大幅增长。公司战略定位家庭医疗、临床医疗、美好生活三大板块, 业务覆盖家庭医疗器械、专业消毒与感染控制、医院设备、临床耗材、急救设备、中医器械、手术器械、眼科器械等领域, 战略定位清晰。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2021-2023年归母净利润13.3、14.3、17.1亿元, EPS分别为1.33、1.43、1.71元, 对应PE分别为23、21、18倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 洁美柔民用拓展不及预期、收购整合不及预期、订单不确定。

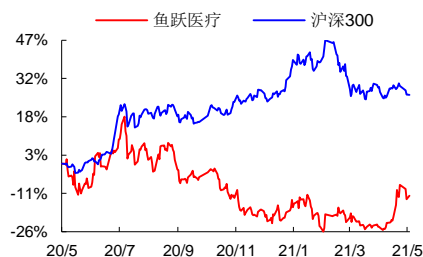
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6725.69	7005.91	8216.96	9724.27
增长率	45.08%	4.17%	17.29%	18.34%
归属母公司净利润(百万元)	1759.06	1331.12	1433.89	1713.75
增长率	133.74%	-24.33%	7.72%	19.52%
每股收益EPS(元)	1.75	1.33	1.43	1.71
净资产收益率ROE	23.44%	15.70%	14.87%	15.48%
PE	17	23	21	18
PB	4.09	3.62	3.18	2.77

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn  
联系人: 周章庆  
电话: 021-68416017  
邮箱: zzzq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.02
流通A股(亿股)	8.41
52周内股价区间(元)	25.72-40.7
总市值(亿元)	304.55
总资产(亿元)	99.63
每股净资产(元)	7.52

### 相关研究

1. 鱼跃医疗(002223): 21Q1业绩稳健增长, 常规核心产品恢复高增长 (2021-05-06)
2. 鱼跃医疗(002223): Q3业绩维持高增长, 常规业务恢复顺利 (2020-10-23)
3. 鱼跃医疗(002223): 抗疫产品订单持续转化, 常规产品逐步恢复 (2020-08-16)
4. 鱼跃医疗(002223): 抗疫产品出货量剧增, 大幅上调半年报业绩预告范围 (2020-07-09)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6725.69	7005.91	8216.96	9724.27	净利润	1756.61	1329.27	1431.89	1711.36
营业成本	3182.54	3670.98	4268.82	5013.77	折旧与摊销	213.99	181.35	181.35	181.35
营业税金及附加	61.97	65.81	76.92	90.89	财务费用	127.90	0.00	157.67	183.81
销售费用	754.06	904.87	1085.85	1303.02	资产减值损失	-35.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	359.67	431.60	496.34	570.79	经营营运资本变动	936.20	-638.53	11.84	-139.96
财务费用	127.90	0.00	157.67	183.81	其他	-167.88	-19.89	-37.76	-27.48
资产减值损失	-35.98	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2830.85</b>	<b>852.20</b>	<b>1744.99</b>	<b>1909.08</b>
投资收益	127.10	30.00	30.00	30.00	资本支出	-169.81	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.32	-0.16	-0.19	-0.20	其他	-1388.50	47.13	29.81	29.80
其他经营损益	0.00	60.00	70.00	80.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1558.30</b>	<b>47.13</b>	<b>29.81</b>	<b>29.80</b>
<b>营业利润</b>	<b>2009.67</b>	<b>1540.66</b>	<b>1652.99</b>	<b>1977.95</b>	短期借款	490.51	-640.51	0.00	0.00
其他非经营损益	8.98	5.00	12.00	12.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2018.65</b>	<b>1545.66</b>	<b>1664.99</b>	<b>1989.95</b>	股权融资	0.05	0.00	0.00	0.00
所得税	262.04	216.39	233.10	278.59	支付股利	-400.99	-351.81	-266.22	-286.78
净利润	1756.61	1329.27	1431.89	1711.36	其他	-543.23	-7.32	-157.67	-183.81
少数股东损益	-2.45	-1.86	-2.00	-2.39	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-453.66</b>	<b>-999.64</b>	<b>-423.90</b>	<b>-470.59</b>
归属母公司股东净利润	1759.06	1331.12	1433.89	1713.75	<b>现金流量净额</b>	<b>706.12</b>	<b>-100.30</b>	<b>1350.91</b>	<b>1468.29</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2774.90	2674.59	4025.50	5493.79	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	635.44	1227.28	1310.91	1509.10	销售收入增长率	45.08%	4.17%	17.29%	18.34%
存货	968.43	1107.10	1296.97	1521.34	营业利润增长率	136.46%	-23.34%	7.29%	19.66%
其他流动资产	956.23	671.56	681.16	693.10	净利润增长率	130.65%	-24.33%	7.72%	19.52%
长期股权投资	211.15	211.15	211.15	211.15	EBITDA 增长率	145.84%	-26.77%	15.68%	17.63%
投资性房地产	3.07	3.07	3.07	3.07	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1862.18	1750.89	1639.60	1528.32	毛利率	52.68%	47.60%	48.05%	48.44%
无形资产和开发支出	1360.37	1297.61	1234.85	1172.09	三费率	18.46%	19.08%	21.17%	21.16%
其他非流动资产	1293.49	1286.18	1278.88	1271.57	净利率	26.12%	18.97%	17.43%	17.60%
<b>资产总计</b>	<b>10065.25</b>	<b>10229.45</b>	<b>11682.10</b>	<b>13403.53</b>	ROE	23.44%	15.70%	14.87%	15.48%
短期借款	640.51	0.00	0.00	0.00	ROA	17.45%	12.99%	12.26%	12.77%
应付和预收款项	1161.71	1322.13	1576.25	1832.15	ROIC	43.69%	31.50%	35.24%	41.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.96%	24.58%	24.24%	24.10%
其他负债	768.13	442.27	475.14	516.10	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2570.35</b>	<b>1764.40</b>	<b>2051.39</b>	<b>2348.24</b>	总资产周转率	0.75	0.69	0.75	0.78
股本	1002.48	1002.48	1002.48	1002.48	固定资产周转率	3.76	3.92	4.90	6.21
资本公积	1784.01	1784.01	1784.01	1784.01	应收账款周转率	8.84	8.99	7.77	8.25
留存收益	4643.51	5622.82	6790.49	8217.46	存货周转率	3.32	3.52	3.53	3.55
归属母公司股东权益	7437.32	8409.31	9576.98	11003.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.95%	—	—	—
少数股东权益	57.58	55.73	53.73	51.34	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7494.90</b>	<b>8465.04</b>	<b>9630.71</b>	<b>11055.29</b>	资产负债率	25.54%	17.25%	17.56%	17.52%
负债和股东权益合计	10065.25	10229.45	11682.10	13403.53	带息债务/总负债	24.92%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.29	3.73	4.04	4.37
					速动比率	1.87	3.00	3.32	3.65
					股利支付率	22.80%	26.43%	18.57%	16.73%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.75	1.33	1.43	1.71
					每股净资产	7.42	8.39	9.55	10.98
					每股经营现金	2.82	0.85	1.74	1.90
					每股股利	0.40	0.35	0.27	0.29
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2351.56	1722.01	1992.01	2343.12					
PE	17.31	22.88	21.24	17.77					
PB	4.09	3.62	3.18	2.77					
PS	4.53	4.35	3.71	3.13					
EV/EBITDA	11.26	15.06	12.34	9.87					
股息率	1.32%	1.16%	0.87%	0.94%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn