

鱼跃医疗 (002223)

后疫情时代业务实现平稳过渡，产品与渠道持续强化

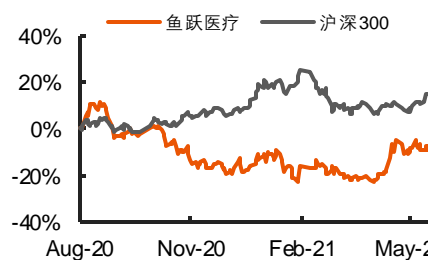
强烈推荐（维持）

现价：37.99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)	380.66
流通A股市值(亿元)	319.50
每股净资产(元)	7.73
资产负债率(%)	31.7

行情走势图



相关研究报告

- 《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》 2021-04-29
- 《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

证券分析师

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

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



投资要点

事项：

公司发布2021年半年报：上半年实现营收35.93亿元（+5.03%），实现归属净利润9.63亿元（-13.99%），扣非后归属净利润为8.80亿元（-13.92%）。符合市场预期。

平安观点：

■ 疫情相关产品销售减少，产品结构向常态回归：

2021Q2 单季度公司实现收入 19.31 亿元（-4.86%），实现扣非归属净利润 5.03 亿元（-31.66%）。2020Q2 是全球抗疫相关产品采购高峰，再加上外贸公司联众医疗 2021 年已不再并表，我们认为鱼跃 2021Q2 取得的业绩非常理想。公司在后疫情时代实现平稳过渡，主要因素包括（1）公司业务调整顺利，非疫情产品恢复很快；（2）上半年东南亚疫情反复，延缓了公司疫情相关产品销售收缩的速度。

核心产品方面，呼吸类产品在 2020H1 高基数的情况下继续取得 13.52% 的增长，制氧机、雾化器等品种贡献了主要的增量，呼吸机销量则有较大幅度的下降；国内日常生活正常化，糖尿病相关产品销售额增长 130.15%；其他家用检测产品则下滑 17.88%，毛利率也比上年同期下降 7.55PP，主要由于额温枪的销量下降；感控类产品同样需求下降，上半年销售额下降 7.36%，但公司的市场份额有所提高；康复与临床器械销售额大幅增长 43.45%，估计增量主要来自针灸针及轮椅等产品，轮椅系列的销量上升也拉低了该业务板块的毛利率。整体来说，公司产品结构正在回归常态。

■ 产品品种持续丰富，营销体系实现进化：

推陈出新反复迭代是鱼跃产品能够长期保持竞争力的主要原因。2021 年，公司产品品种得到进一步丰富，带蓝牙版本的电子血压计、有望显著改善使用者体验的连续血糖检测系统、高流量的湿化氧疗仪等新品陆续推出，确保公司各大版块均有额外增长驱动力。

公司营销体系趋于全面。除了能力得到多次证明的 OTC 线上、线下渠道

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,636	6,726	6,433	7,383	8,488
YoY (%)	10.8	45.1	-4.4	14.8	15.0
净利润(百万元)	753	1,759	1,410	1,608	1,862
YoY (%)	3.5	133.7	-19.8	14.1	15.8
毛利率(%)	42.2	52.7	47.4	47.1	47.1
净利率(%)	16.2	26.2	21.9	21.8	21.9
ROE(%)	12.4	23.7	15.9	15.4	15.1
EPS(摊薄/元)	0.75	1.75	1.41	1.60	1.86
P/E(倍)	50.6	21.7	27.0	23.7	20.5
P/B(倍)	6.3	5.1	4.3	3.6	3.1

之外，公司依托感控、手术等产品成功搭建了医院渠道，覆盖全国众多主要医院。疫情期间公司的呼吸机、制氧机得到海外众多用户的认可，公司以此为契机着手发展海外营销体系。目前海外销售人员数量已大幅增加，公司的海外营销策略也由过去的被动转向主动。

- **维持“强烈推荐”评级：**考虑公司非疫情产品恢复速度好于预期，调整公司2021-2023年EPS预测为1.41、1.60、1.86元（原1.12、1.34、1.57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
流动资产	5,335	6,499	8,413	10,729
现金	2,775	2,959	4,432	6,246
应收票据及应收账款	816	1,473	1,691	1,944
其他应收款	30	76	87	100
预付账款	58	201	231	265
存货	968	1,027	1,186	1,363
其他流动资产	687	764	786	811
非流动资产	4,730	4,476	4,255	4,067
长期投资	211	217	223	228
固定资产	1,843	1,750	1,654	1,558
无形资产	554	462	370	277
其他非流动资产	2,121	2,048	2,008	2,004
资产总计	10,065	10,976	12,667	14,796
流动负债	2,330	1,819	1,887	2,137
短期借款	641	0	0	0
应付票据及应付账款	927	1,054	1,191	1,379
其他流动负债	763	765	696	757
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	2,570	2,059	2,128	2,377
少数股东权益	58	69	84	101
股本	1,002	1,002	1,002	1,002
资本公积	1,784	1,784	1,784	1,784
留存收益	4,651	6,061	7,670	9,531
归属母公司股东权益	7,437	8,848	10,456	12,318
负债和股东权益	10,065	10,976	12,667	14,796

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	2,831	826	1,454	1,781
净利润	1,757	1,422	1,623	1,880
折旧摊销	214	246	248	213
财务费用	128	4	-13	-19
投资损失	-127	-45	-49	-56
营运资金变动	854	-851	-371	-254
其他经营现金流	6	50	17	18
投资活动现金流	-1,558	3	6	13
资本支出	672	20	20	20
长期投资	-1,086	0	0	0
其他投资现金流	-1,144	-17	-14	-7
筹资活动现金流	-454	-644	13	19
短期借款	491	-641	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他筹资现金流	-944	-4	13	19
现金净增加额	706	184	1,473	1,813

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,726	6,433	7,383	8,488
营业成本	3,183	3,384	3,909	4,494
税金及附加	62	61	70	81
营业费用	754	756	853	963
管理费用	360	354	402	454
研发费用	402	354	406	467
财务费用	128	4	-13	-19
资产减值损失	-36	-5	-6	-8
信用减值损失	14	-1	-1	-2
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	45	49	56
资产处置收益	-6	0	0	0
营业利润	2,010	1,618	1,850	2,144
营业外收入	16	18	20	23
营业外支出	7	6	9	11
利润总额	2,019	1,630	1,861	2,156
所得税	262	209	238	276
净利润	1,757	1,422	1,623	1,880
少数股东损益	-2	11	15	18
归属母公司净利润	1,759	1,410	1,608	1,862
EBITDA	2,361	1,881	2,096	2,350
EPS (元)	1.75	1.41	1.60	1.86

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	45.1	-4.4	14.8	15.0
营业利润(%)	136.5	-19.5	14.3	15.9
归属于母公司净利润(%)	133.7	-19.8	14.1	15.8
获利能力				
毛利率(%)	52.7	47.4	47.1	47.1
净利率(%)	26.2	21.9	21.8	21.9
ROE(%)	23.7	15.9	15.4	15.1
ROIC(%)	37.3	29.5	29.8	33.0
偿债能力				
资产负债率(%)	25.5	18.8	16.8	16.1
净负债比率(%)	-28.5	-33.2	-42.1	-50.3
流动比率	2.3	3.6	4.5	5.0
速动比率	1.8	2.8	3.6	4.2
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	8.2	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	3.4	3.2	3.3	3.3
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.75	1.41	1.60	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	2.82	0.82	1.45	1.78
每股净资产(最新摊薄)	7.42	8.83	10.43	12.29
估值比率				
P/E	21.7	27.0	23.7	20.5
P/B	5.1	4.3	3.6	3.1
EV/EBITDA	10.9	18.4	15.9	13.4

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 16 层
邮编：100033