

业绩超预期, 核心产品已恢复至健康轨道

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年三季度报, 前三季度收入53.1亿元(+9.5%), 归母净利润13.5亿元(-10.5%), 扣非归母净利润12.3亿元(-11.6%), 经营活动现金流10.9亿元(-57.4%)。
- **业绩超预期, 盈利能力回到健康的低位。** 分季度看, 2021年Q1/Q2/Q3单季度收入分别为16.6/19.3/17.2亿元(+19.5%/-4.9%/+20.3%), 单季度归母净利润分别为4.6/5/3.9亿元(+20%/-31.7%/-0.5%), 同比基数压力最大的季度已过, 单季度收入、业绩增速环比Q2显著改善。从盈利能力看, 2021前三季度毛利率49.8%(-6.2pp), 主要因20年抗疫产品高毛利贡献和今年部分产品原材料涨价所致, 四费率合计22%(-0.2pp), 基本持平, 归母净利率25.5%(-5.7pp), 预计2021年盈利能力回到一个健康的低位, 后续随着高毛利产品提升, 盈利能力有望逐渐提升。
- **核心产品已恢复至健康轨道。** 分业务看, 前三季度预计呼吸治疗解决方案收入增速20%左右, 其中制氧机和雾化器高速增长, 但呼吸机高基数下有较多下滑, 作为潜力大单品, 呼吸机收入相比2019前三季度两年复合增速仍在40%以上; 糖尿病护理解决方案收入预计增速85%左右, 市场占有率与用户规模不断提升, cgm产品在9月份也逐步开始入院销售; 感染控制解决方案收入预计略有下降, 主要因2020前三季度因疫情高基数, 预计后续该业务板块长期市场份额将持续提升; 其余如血压计、国内AED、临床康复产品也实现较好的恢复增长。
- **新战略定位清晰, 平台型器械龙头以2021年为起点开启新篇章。** 公司2021年5月份梳理新的战略, 核心业务聚焦呼吸、POCT、感控三大板块, 该三大板块具有高毛利、高成长、大空间的特征, 未来有望成为核心驱动力, 同时叠加孵化业务(急救、眼科、康复)和基石业务(血压监测、体温监测、中医设备、手术器械)的补充以及国际化的推进, 公司战略愈加清晰。6月18日, 公司发布2021年度第一期员工持股计划, 解锁条件为2021、2022年净利润不低于13、14.9亿元, 彰显公司对后疫情时代业绩稳健增长的信心; 9月2日, 对凯立特51%的股权收购完成交割, 成功切入连续动态血糖监测(CGM)广阔市场。“新管理层+新战略+激励+并购”多因素催化, 预计2021年将是鱼跃医疗作为平台型器械龙头新的起点。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2021-2023年归母净利润15.1、16、19.3亿元, EPS分别为1.51、1.6、1.93元, 对应PE分别为23、21、18倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 战略执行不及预期、洁美柔民用拓展不及预期、收购整合不及预期。

| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 6725.69 | 7208.29 | 7978.84 | 9465.97 |
| 增长率 | 45.08% | 7.18% | 10.69% | 18.64% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1759.06 | 1509.87 | 1602.77 | 1930.35 |
| 增长率 | 133.74% | -14.17% | 6.15% | 20.44% |
| 每股收益EPS(元) | 1.75 | 1.51 | 1.60 | 1.93 |
| 净资产收益率ROE | 23.44% | 17.44% | 6.10% | 16.69% |
| PE | 19 | 23 | 21 | 18 |
| PB | 4.57 | 3.96 | 3.44 | 2.96 |

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: zzq@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) | 9.44 |
| 52周内股价区间(元) | 25.72-41.43 |
| 总市值(亿元) | 339.84 |
| 总资产(亿元) | 122.15 |
| 每股净资产(元) | 8.12 |

相关研究

1. 鱼跃医疗(002223): 21H1业绩符合预期, 各业务恢复至健康轨道 (2021-08-12)
2. 鱼跃医疗(002223): 收购凯立特布局CGM, 低估值平台型器械公司内生稳健增长 (2021-05-11)
3. 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)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 6725.69 | 7208.29 | 7978.84 | 9465.97 | 净利润 | 1756.61 | 1507.76 | 1600.54 | 1927.66 |
| 营业成本 | 3182.54 | 3826.32 | 4197.46 | 4909.55 | 折旧与摊销 | 213.99 | 181.35 | 181.35 | 181.35 |
| 营业税金及附加 | 61.97 | 67.71 | 74.69 | 88.48 | 财务费用 | 127.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 销售费用 | 754.06 | 829.47 | 953.89 | 1144.67 | 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 | 915.64 | -665.60 | 60.84 | -144.67 |
| 财务费用 | 127.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -147.31 | -90.17 | -108.05 | -80.63 |
| 资产减值损失 | -35.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 2830.85 | 933.34 | 1734.68 | 1883.72 |
| 投资收益 | 127.10 | 90.00 | 90.00 | 90.00 | 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 | 107.13 | 89.81 | 89.80 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 90.00 | 90.00 | 90.00 | 投资活动现金流净额 | -1558.30 | 107.13 | 89.81 | 89.80 |
| 营业利润 | 2009.67 | 1751.21 | 1858.09 | 2238.47 | 短期借款 | 490.51 | -640.51 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 8.98 | 2.00 | 3.00 | 3.00 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 2018.65 | 1753.21 | 1861.09 | 2241.47 | 股权融资 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 262.04 | 245.45 | 260.55 | 313.81 | 支付股利 | -400.99 | -351.81 | -301.97 | -320.55 |
| 净利润 | 1756.61 | 1507.76 | 1600.54 | 1927.66 | 其他 | -543.23 | -7.32 | 0.00 | 0.00 |
| 少数股东损益 | -2.45 | -2.10 | -2.23 | -2.69 | 筹资活动现金流净额 | -453.66 | -999.64 | -301.97 | -320.55 |
| 归属母公司股东净利润 | 1759.06 | 1509.87 | 1602.77 | 1930.35 | 现金流量净额 | 706.12 | 40.84 | 1522.52 | 1652.97 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 2774.90 | 2815.74 | 4338.25 | 5991.22 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 635.44 | 1264.79 | 1274.70 | 1470.07 | 销售收入增长率 | 45.08% | 7.18% | 10.69% | 18.64% |
| 存货 | 968.43 | 1168.82 | 1302.39 | 1514.50 | 营业利润增长率 | 136.46% | -12.86% | 6.10% | 20.47% |
| 其他流动资产 | 956.23 | 673.16 | 679.27 | 691.05 | 净利润增长率 | 130.65% | -14.17% | 6.15% | 20.44% |
| 长期股权投资 | 211.15 | 211.15 | 211.15 | 211.15 | EBITDA 增长率 | 145.84% | -17.82% | 5.53% | 18.65% |
| 投资性房地产 | 3.07 | 3.07 | 3.07 | 3.07 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 1862.18 | 1750.89 | 1639.60 | 1528.32 | 毛利率 | 52.68% | 46.92% | 47.39% | 48.13% |
| 无形资产和开发支出 | 1360.37 | 1297.61 | 1234.85 | 1172.09 | 三费率 | 18.46% | 17.49% | 18.18% | 18.12% |
| 其他非流动资产 | 1293.49 | 1286.18 | 1278.88 | 1271.57 | 净利率 | 26.12% | 20.92% | 20.06% | 20.36% |
| 资产总计 | 10065.25 | 10471.41 | 11962.16 | 13853.04 | ROE | 23.44% | 17.44% | 16.10% | 16.69% |
| 短期借款 | 640.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 17.45% | 14.40% | 13.38% | 13.92% |
| 应付和预收款项 | 1161.71 | 1377.06 | 1548.85 | 1793.47 | ROIC | 43.69% | 35.56% | 36.03% | 43.55% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 34.96% | 26.81% | 25.56% | 25.56% |
| 其他负债 | 768.13 | 450.81 | 471.22 | 510.37 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 2570.35 | 1827.87 | 2020.06 | 2303.84 | 总资产周转率 | 0.75 | 0.70 | 0.71 | 0.73 |
| 股本 | 1002.48 | 1002.48 | 1002.48 | 1002.48 | 固定资产周转率 | 3.76 | 4.03 | 4.76 | 6.05 |
| 资本公积 | 1784.01 | 1784.01 | 1784.01 | 1784.01 | 应收账款周转率 | 8.84 | 9.08 | 7.56 | 8.26 |
| 留存收益 | 4643.51 | 5801.57 | 7102.36 | 8712.16 | 存货周转率 | 3.29 | 3.51 | 3.37 | 3.47 |
| 归属母公司股东权益 | 7437.32 | 8588.06 | 9888.86 | 11498.65 | 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 | 55.48 | 53.24 | 50.55 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 7494.90 | 8643.54 | 9942.10 | 11549.21 | 资产负债率 | 25.54% | 17.46% | 16.89% | 16.63% |
| 负债和股东权益合计 | 10065.25 | 10471.41 | 11962.16 | 13853.04 | 带息债务/总负债 | 24.92% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 2.29 | 3.73 | 4.27 | 4.68 |
| | | | | | 速动比率 | 1.87 | 2.99 | 3.54 | 3.95 |
| | | | | | 股利支付率 | 22.80% | 23.30% | 18.84% | 16.61% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.75 | 1.51 | 1.60 | 1.93 |
| | | | | | 每股净资产 | 7.42 | 8.57 | 9.86 | 11.47 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.82 | 0.93 | 1.73 | 1.88 |
| | | | | | 每股股利 | 0.40 | 0.35 | 0.30 | 0.32 |
| | | | | | | | | | |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 2351.56 | 1932.57 | 2039.44 | 2419.82 | | | | | |
| PE | 19.32 | 22.51 | 21.20 | 17.61 | | | | | |
| PB | 4.57 | 3.96 | 3.44 | 2.96 | | | | | |
| PS | 5.05 | 4.71 | 4.26 | 3.59 | | | | | |
| EV/EBITDA | 12.76 | 15.17 | 13.63 | 10.81 | | | | | |
| 股息率 | 1.18% | 1.04% | 0.89% | 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 指数涨幅在-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 | zfy@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 |
| | 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 |
| | 黄青 | 销售经理 | 17521028523 | 17521028523 | hq1@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 |
| | 陈含月 | 销售经理 | 13021201616 | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| 广深 | 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 |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn |