

鱼跃医疗 (002223)

证券研究报告

2021年10月25日

血糖业务全面布局成型，人口老龄化带来广阔机遇

事件：公司于2021年发布三季报，前三季度实现营业收入53.10亿元，同比增长9.53%；归母净利润13.52亿元，同比下降10.50%，扣非归母净利润12.31亿元，同比下降11.61%。

点评：持续看好公司三大战略布局，未来呼吸、血糖，感控是在未来公司战略发展规划中重点聚焦的三大领域。这三条业务赛道有市场空间大，国内渗透率低等特点。中国老龄化进程加快，银发经济系公司的重要发展机遇。

2021Q3单季度，公司实现营业收入17.18亿元，同比增长20.32%，环比下降11.06%，公司实现归母净利润3.89亿元，环比下降22.76%，同比下降0.52%。今年以来，公司部分新业务处于快速扩张时期，如公司糖尿病业务，上半年实现营收2.05亿元，同比增长130.15%。在新业务快速扩张期，出现季度间的业绩波动是正常的。在全球疫情常态化，对防疫物资的需求下降的背景下，公司的整体业绩成绩是符合预期的。

收购凯立特交割事宜完成，CGM业务未来可期，截至2021年9月2日，公司已支付完毕股权转让协议项下所有的股权转让价款，收购凯立特50.993%股份的交割事宜已完成，凯立特正式成为公司的控股子公司。公司上半年在血糖业务进行了多规格、多渠道的持续发力，血糖业务成长速度较快。凯立特CGM业务有望受益于公司传统血糖业务的协同作用，加速导入院内，驱动公司血糖业务持续增长，全面完善公司所提供的糖尿病护理解决方案。

人口老龄化进程加快，高素质老龄人口健康需求大。根据今年所发布的第七次全国人口普查数据可以发现中国近期老龄化问题的两个突出特点，即老龄化进程明显加快和老龄化人口质量明显提高。2010年-2020年，60岁及以上人口比重上升了5.44个百分点，65岁及以上人口上升了4.63个百分点。与上个十年相比，上升幅度分别提高了2.51和2.72个百分点。在老龄人口质量方面，60岁及以上人口中，拥有高中及以上文化程度的有3669万人，比2010年增加了2085万人；高中及以上文化程度的人口比重为13.90%，比十年前提高了4.98个百分点。十年来，我国人口预期寿命也在持续提高，2020年，80岁及以上人口有3580万人，占总人口的比重为2.54%，比2010年增加了1485万人，比重提高了0.98个百分点。高素质老龄人口所具有的旺盛健康需求将催化“银发经济”市场，这是公司主营业务的可持续增长引擎。

清晰赛道规划助力公司抓住“银发经济”机遇。公司此前已积极规划战略方向，以用户为中心，明确呼吸、血糖及家用POCT、消毒感控三大核心成长赛道，持续推动家用类电子检测及体外诊断、康复及临床器械等基石业务的稳健发展。这一清晰的战略规划将助力公司抓住老龄化所带来的机遇。

投资建议：公司凯立特交割顺利，血糖业务布局顺利，未来CGM业务有望成为公司主要增长点，公司21-23年净利润预测由13.33/16.00/20.6亿元上调至16.00/20.35/26.19亿元，维持“买入”评级。

风险提示：凯立特业务整合效果不及预期、GCM业务协同效应不及预期、下游客户渗透不及预期、医疗器械上游供应链出现问题

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,635.93	6,725.69	7,398.26	8,510.58	10,312.36
增长率(%)	10.82	45.08	10.00	15.04	21.17
EBITDA(百万元)	1,140.51	2,691.21	1,940.62	2,394.16	3,045.49
净利润(百万元)	752.57	1,759.06	1,600.48	2,034.67	2,618.94
增长率(%)	3.49	133.74	(9.02)	27.13	28.72
EPS(元/股)	0.75	1.75	1.60	2.03	2.61
市盈率(P/E)	45.16	19.32	21.23	16.70	12.98
市净率(P/B)	5.60	4.57	3.98	3.43	2.88
市销率(P/S)	7.33	5.05	4.59	3.99	3.30
EV/EBITDA	16.23	9.02	16.08	11.63	9.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	33.9元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,002.48
流通A股股本(百万股)	944.43
A股总市值(百万元)	33,983.97
流通A股市值(百万元)	32,016.21
每股净资产(元)	8.12
资产负债率(%)	32.10
一年内最高/最低(元)	41.77/25.42

作者

潘暕 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

杨松 分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

许俊峰 分析师
SAC执业证书编号：S1110520110003
xujunfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《鱼跃医疗-半年报点评:糖尿病护理板块实现快速发展，CGM业务未来可期》2021-08-12
- 《鱼跃医疗-公司深度研究:医疗电子国产化龙头，加速细分市场渗透》2021-06-20
- 《鱼跃医疗-年报点评报告:受国内外疫情影响，2020Q1业绩实现高速增长》2020-04-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,563.09	2,774.90	2,224.27	5,656.90	5,269.85	营业收入	4,635.93	6,725.69	7,398.26	8,510.58	10,312.36
应收票据及应收账款	974.26	546.81	2,548.28	761.39	3,248.97	营业成本	2,679.18	3,182.54	3,699.13	4,042.53	4,898.37
预付账款	236.38	58.42	410.50	75.82	478.84	营业税金及附加	44.30	61.97	69.97	80.08	96.53
存货	926.09	968.43	1,123.84	1,235.67	1,552.59	营业费用	630.09	754.06	828.60	936.16	1,134.36
其他	461.29	969.15	853.60	461.81	503.40	管理费用	266.18	359.67	332.92	408.51	494.99
流动资产合计	4,161.12	5,317.70	7,160.49	8,191.58	11,053.66	研发费用	235.07	401.52	406.90	510.64	670.30
长期股权投资	180.85	211.15	211.15	211.15	211.15	财务费用	(10.33)	127.90	(9.90)	(33.74)	(51.99)
固定资产	1,738.71	1,843.48	1,786.45	1,746.29	1,703.24	资产减值损失	(4.38)	(35.98)	25.00	(12.00)	(10.00)
在建工程	29.04	18.70	47.22	76.33	75.80	公允价值变动收益	0.00	(0.32)	(216.05)	(300.00)	(100.00)
无形资产	589.13	554.37	536.93	519.49	502.05	投资净收益	23.66	127.10	15.00	41.00	6.67
其他	1,266.89	2,102.56	1,443.57	1,581.30	1,680.82	其他	(77.72)	(262.44)	402.10	518.00	186.67
非流动资产合计	3,804.61	4,730.26	4,025.33	4,134.56	4,173.05	营业利润	849.89	2,009.67	1,844.57	2,319.40	2,986.46
资产总计	7,965.73	10,065.25	11,191.58	12,333.82	15,236.96	营业外收入	17.64	15.60	0.00	16.62	16.11
短期借款	150.00	640.51	400.00	300.00	400.00	营业外支出	3.18	6.62	0.00	4.90	5.76
应付票据及应付账款	942.35	926.86	928.92	1,272.07	1,395.05	利润总额	864.34	2,018.65	1,844.57	2,331.12	2,996.81
其他	482.83	762.54	1,002.31	530.34	1,276.93	所得税	102.77	262.04	221.35	279.73	359.62
流动负债合计	1,575.18	2,329.91	2,331.23	2,102.41	3,071.98	净利润	761.57	1,756.61	1,623.22	2,051.39	2,637.19
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	9.01	(2.45)	22.74	16.71	18.25
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	752.57	1,759.06	1,600.48	2,034.67	2,618.94
其他	233.97	240.44	235.35	236.59	237.46	每股收益(元)	0.75	1.75	1.60	2.03	2.61
非流动负债合计	233.97	240.44	235.35	236.59	237.46						
负债合计	1,809.15	2,570.35	2,566.58	2,339.00	3,309.44	主要财务比率					
少数股东权益	86.00	57.58	79.19	95.62	113.47		2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48	成长能力					
资本公积	1,783.96	1,784.01	1,784.01	1,784.01	1,784.01	营业收入	10.82%	45.08%	10.00%	15.04%	21.17%
留存收益	5,063.62	6,427.53	7,543.33	8,896.72	10,811.57	营业利润	9.49%	136.46%	-8.22%	25.74%	28.76%
其他	(1,779.49)	(1,776.70)	(1,784.01)	(1,784.01)	(1,784.01)	归属于母公司净利润	3.49%	133.74%	-9.02%	27.13%	28.72%
股东权益合计	6,156.57	7,494.90	8,625.00	9,994.82	11,927.52	获利能力					
负债和股东权益总计	7,965.73	10,065.25	11,191.58	12,333.82	15,236.96	毛利率	42.21%	52.68%	50.00%	52.50%	52.50%
						净利率	16.23%	26.15%	21.63%	23.91%	25.40%
						ROE	12.40%	23.65%	18.73%	20.55%	22.17%
						ROIC	20.05%	44.15%	47.06%	34.94%	68.77%
						偿债能力					
						资产负债率	22.71%	25.54%	22.93%	18.96%	21.72%
						净负债率	-22.95%	-28.48%	-21.15%	-53.60%	-40.83%
						流动比率	2.64	2.29	3.07	3.90	3.60
						速动比率	2.05	1.87	2.59	3.31	3.10
						营运能力					
						应收账款周转率	4.18	8.84	4.78	5.14	5.14
						存货周转率	5.86	7.10	7.07	7.21	7.40
						总资产周转率	0.62	0.75	0.70	0.72	0.75
						每股指标(元)					
						每股收益	0.75	1.75	1.60	2.03	2.61
						每股经营现金流	0.61	2.82	-0.21	3.62	0.02
						每股净资产	6.06	7.42	8.52	9.87	11.78
						估值比率					
						市盈率	45.16	19.32	21.23	16.70	12.98
						市净率	5.60	4.57	3.98	3.43	2.88
						EV/EBITDA	16.23	9.02	16.08	11.63	9.31
						EV/EBIT	17.73	9.59	17.00	12.18	9.66

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	761.57	1,756.61	1,600.48	2,034.67	2,618.94
折旧摊销	117.00	213.99	105.95	108.49	111.02
财务费用	2.36	153.31	(9.90)	(33.74)	(51.99)
投资损失	(23.66)	(127.10)	0.00	(36.00)	0.00
营运资金变动	(842.60)	751.56	(1,713.74)	1,836.24	(2,578.21)
其它	599.52	82.47	(193.30)	(283.29)	(81.75)
经营活动现金流	614.20	2,830.85	(210.52)	3,626.39	18.01
资本支出	711.45	314.19	65.09	78.76	49.13
长期投资	26.20	30.29	0.00	0.00	0.00
其他	(1,290.82)	(1,902.79)	318.54	475.32	98.31
投资活动现金流	(553.17)	(1,558.30)	383.63	554.08	147.44
债权融资	150.00	640.51	400.00	300.00	400.00
股权融资	11.15	(124.39)	3.20	34.35	52.61
其他	(327.35)	(969.78)	(1,126.93)	(1,082.19)	(1,005.11)
筹资活动现金流	(166.20)	(453.66)	(723.74)	(747.83)	(552.50)
汇率变动影响	0.00	0.00	15.00	5.00	6.67
现金净增加额	(105.16)	818.88	(535.63)	3,437.63	(380.39)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com