

# 鱼跃医疗 (002223.SZ)

## 业绩超预期，前期业务梳理显成效

### 核心观点：

- **业绩超预期。**公司 21Q1-3 实现营业收入 53.10 亿元 (YoY+9.5%)，实现归母净利润 13.52 亿元 (YoY-10.5%)，Q3 单季度实现收入 17.18 亿元 (YoY +20.3%)，归母净利润 3.89 亿元 (YoY -0.5%)。利润端有所下滑主要系去年同期公司呼吸机毛利较高产品占比较大，今年恢复常态化，Q1-3 毛利率较去年下降 6.21pp，但较 19 年上升 7.89pp，体现公司产品结构的优化。前三季度整体业绩超出我们之前预期。
- **公司前期业务梳理政策显成效。**公司前期一系列聚焦三大主力赛道改革效果明显，今年在疫情相关产品需求降低的背景下，销售依旧实现正增长，可以侧面体现线上线下销售的积极性以及前期的销售改革的成功的初步体现；感染控制板块今年预计将基本维持去年的基数，主要由于 B 端和医院端对于感染控制的需求增加。
- **聚焦三大主线赛道，管理改善值得期待。**三大板块市场空间大，但目前国内尚未完全开发，目前公司在这些板块均处领先地位，预计未来几年将保持稳健高速增长；公司目前管理层完成新老交替，将对公司过去问题做出积极改革包括对销售和研发等做出改革，同时推出员工持股计划调动管理层积极性。
- **盈利预测与投资建议：**预计 21-23 年业绩分别为 1.50 元/股、1.63 元/股、1.96 元/股。公司作为国内家用医疗器械龙头品牌力强，管理层完成新老交替，主业聚焦同时介入 CGM 领域增加新看点，同时公司强大的电商销售能力为销售护航。公司目前处于上升态势，估值在板块内具有相对优势 (对应 22 年 PE 21.93X)，且属于政策免疫赛道，建议持续关注。由于 21-23 年预计利润端提高，我们调高合理价值至 53.79 元/股 (合理估值 22 年 PE 33X)，维持“买入”评级。
- **风险提示。**销售不及预期、新品上市不及预期、管理改善不及预期。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,636	6,726	7,084	7,430	8,864
增长率 (%)	10.8	45.1	5.3	4.9	19.3
EBITDA (百万元)	898	2,180	1,874	1,918	2,284
归母净利润 (百万元)	753	1,759	1,506	1,634	1,967
增长率 (%)	3.5	133.7	-14.4	8.5	20.3
EPS (元/股)	0.75	1.75	1.50	1.63	1.96
市盈率 (P/E)	27.07	16.08	23.80	21.93	18.22
ROE (%)	12.4	23.7	16.8	15.4	15.6
EV/EBITDA	21.11	11.99	18.20	17.05	13.66

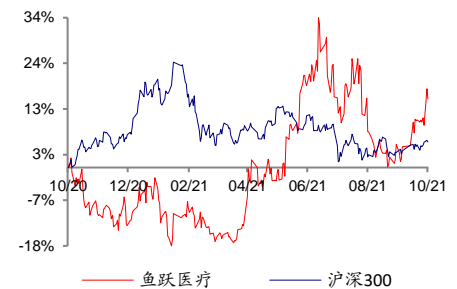
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	35.75 元
合理价值	53.79 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-27

### 相对市场表现



### 分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

### 分析师：

漆经纬



SAC 执证号：S0260520070003



021-38003667



qijingwei@gf.com.cn

请注意，漆经纬并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

鱼跃医疗 (002223.SZ):业绩 2021-08-12

略超预期，赛道聚焦成果初现

鱼跃医疗 (002223.SZ):海阔 2021-07-21

凭鱼跃，活力重装上阵

鱼跃医疗 (002223.SZ):员工 2021-06-21

持股计划激励管理层，体现发

展信心

联系人：朱新彦

gfzhuxinyan@gf.com.cn

**资产负债表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,161</b>	<b>5,335</b>	<b>5,959</b>	<b>7,093</b>	<b>8,872</b>
货币资金	1,563	2,775	2,130	3,438	4,885
应收及预付	1,211	605	1,590	1,415	1,493
存货	926	968	1,198	1,218	1,464
其他流动资产	461	986	1,040	1,021	1,030
<b>非流动资产</b>	<b>3,805</b>	<b>4,730</b>	<b>5,574</b>	<b>6,185</b>	<b>6,656</b>
长期股权投资	181	211	211	211	211
固定资产	1,739	1,843	2,507	3,073	3,480
在建工程	29	19	19	19	19
无形资产	589	554	739	785	851
其他长期资产	1,267	2,103	2,098	2,097	2,095
<b>资产总计</b>	<b>7,966</b>	<b>10,065</b>	<b>11,533</b>	<b>13,278</b>	<b>15,528</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,575</b>	<b>2,330</b>	<b>2,269</b>	<b>2,361</b>	<b>2,625</b>
短期借款	150	641	400	300	260
应付及预收	1,124	927	1,204	1,348	1,475
其他流动负债	302	762	666	713	890
<b>非流动负债</b>	<b>234</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>240</b>	<b>240</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	234	240	240	240	240
<b>负债合计</b>	<b>1,809</b>	<b>2,570</b>	<b>2,510</b>	<b>2,602</b>	<b>2,865</b>
股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
资本公积	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784
留存收益	3,280	4,644	6,159	7,802	9,778
归属母公司股东权益	6,071	7,437	8,953	10,596	12,572
少数股东权益	86	58	71	80	91
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,966</b>	<b>10,065</b>	<b>11,533</b>	<b>13,278</b>	<b>15,528</b>

**现金流量表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>614</b>	<b>2,831</b>	<b>664</b>	<b>2,149</b>	<b>2,099</b>
净利润	762	1,757	1,519	1,644	1,978
折旧摊销	117	214	210	193	207
营运资金变动	-263	854	-1,099	356	-39
其它	-1	6	34	-45	-46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-553</b>	<b>-1,558</b>	<b>-1,043</b>	<b>-723</b>	<b>-598</b>
资本支出	-440	-678	-1,123	-833	-715
投资变动	-132	-962	0	0	0
其他	19	81	81	110	117
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-166</b>	<b>-454</b>	<b>-267</b>	<b>-118</b>	<b>-54</b>
银行借款	157	1,930	-241	-100	-40
股权融资	0	2	0	0	0
其他	-323	-2,386	-26	-18	-14
<b>现金净增加额</b>	<b>-98</b>	<b>706</b>	<b>-645</b>	<b>1,308</b>	<b>1,447</b>
期初现金余额	1,661	1,563	2,775	2,130	3,438
期末现金余额	1,562	2,269	2,130	3,438	4,885

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	10.8%	45.1%	5.3%	4.9%	19.3%
营业利润增长	9.5%	136.5%	-14.4%	8.6%	20.6%
归母净利润增长	3.5%	133.7%	-14.4%	8.5%	20.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.2%	52.7%	47.9%	47.9%	48.4%
净利率	16.4%	26.1%	21.4%	22.1%	22.3%
ROE	12.4%	23.7%	16.8%	15.4%	15.6%
ROIC	10.9%	21.0%	15.5%	13.8%	14.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.7%	25.5%	21.8%	19.6%	18.5%
净负债比率	29.4%	34.3%	27.8%	24.4%	22.6%
流动比率	2.64	2.29	2.63	3.00	3.38
速动比率	1.90	1.85	2.01	2.40	2.75
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.67	0.61	0.56	0.57
应收账款周转率	4.76	12.30	6.08	6.58	7.54
存货周转率	5.01	6.94	5.91	6.10	6.05
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.75	1.75	1.50	1.63	1.96
每股经营现金流	0.61	2.82	0.66	2.14	2.09
每股净资产	6.06	7.42	8.93	10.57	12.54
<b>估值比率</b>					
P/E	27.07	16.08	23.80	21.93	18.22
P/B	3.36	3.80	4.00	3.38	2.85
EV/EBITDA	21.11	11.99	18.20	17.05	13.66

**利润表**

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>4,636</b>	<b>6,726</b>	<b>7,084</b>	<b>7,430</b>	<b>8,864</b>
营业成本	2,679	3,183	3,688	3,872	4,578
营业税金及附加	44	62	71	74	89
销售费用	630	754	864	906	1,081
管理费用	266	360	354	374	449
研发费用	235	402	443	479	589
财务费用	-10	128	3	-9	-26
资产减值损失	-4	-36	-10	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	-5	-5	-5
投资净收益	24	127	85	115	122
<b>营业利润</b>	<b>850</b>	<b>2,010</b>	<b>1,720</b>	<b>1,868</b>	<b>2,252</b>
营业外收支	14	9	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>864</b>	<b>2,019</b>	<b>1,727</b>	<b>1,874</b>	<b>2,259</b>
所得税	103	262	208	231	281
<b>净利润</b>	<b>762</b>	<b>1,757</b>	<b>1,519</b>	<b>1,644</b>	<b>1,978</b>
少数股东损益	9	-2	13	9	11
<b>归属母公司净利润</b>	<b>753</b>	<b>1,759</b>	<b>1,506</b>	<b>1,634</b>	<b>1,967</b>
EBITDA	898	2,180	1,874	1,918	2,284
EPS (元)	0.75	1.75	1.50	1.63	1.96

## 广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。
- 李桢桐：研究助理，复旦大学硕士，2021年2月加入广发证券。
- 朱新彦：研究助理，香港中文大学硕士，2021年3月加入广发证券。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。