

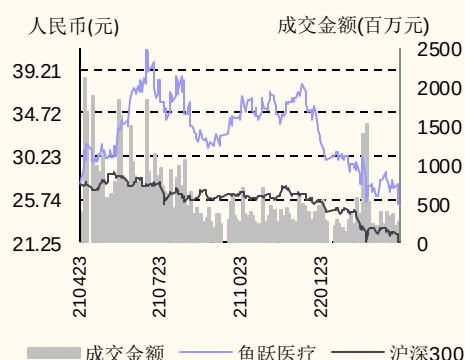
鱼跃医疗 (002223.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 24.95 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	10.02
已上市流通 A 股(亿股)	9.38
总市值(亿元)	250.12
年内股价最高最低(元)	41.43/24.95
沪深 300 指数	4013
深证成指	11052



相关报告

1.《聚焦三大成长赛道，平台型器械公司成长可期-鱼跃医疗深度报告》，2021.11.9

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

何冠洲

联系人
heguanzhou@gjzq.com.cn

抗疫基数影响短期增速，常规业务稳步发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,726	6,894	7,923	9,107	10,398
营业收入增长率	45.08%	2.51%	14.92%	14.94%	14.18%
归母净利润(百万元)	1,759	1,482	1,681	1,936	2,247
归母净利润增长率	133.74%	-15.73%	13.41%	15.17%	16.03%
摊薄每股收益(元)	1.755	1.479	1.677	1.931	2.241
每股经营性现金流净额	2.80	1.14	1.35	1.98	2.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.65%	17.92%	17.42%	17.23%	17.17%
P/E	16.08	25.56	14.88	12.92	11.13
P/B	3.80	4.58	2.59	2.23	1.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 2022 年 4 月 22 日，公司发布 2021 年年度报告。2021 年公司实现收入 68.94 亿元，同比+3%；实现归母净利润 14.82 亿元，同比-16%；实现扣非归母净利润 13.19 亿元，同比-19%；
- 分季度来看，2021 年 Q4 公司实现收入 15.84 亿元，同比-16%，归母净利润 1.31 亿元，同比-47%，扣非归母净利润 0.88 亿元，同比-62%。

经营分析

- **新冠相关业务下降影响短期增速，常规业务持续增长。**公司呼吸机产品业务规模同比 2020 年下降较多，主要系 2020 年受疫情影响业务基数较大，但同比 2019 年两年复合增速超 50%，常规销售开展较好。感染控制解决方案板块受疫情需求差异影响，同比业务规模下降 6%，但“洁芙柔”等产品院内外市场份额均有提升。糖尿病护理、康复器械等其他常规业务持续增长。
- **系列新产品持续获批，费用端投入加速。**公司 2021 年综合毛利率达到 48.29%，同比-4.4pct；全年净利率达到 21.53%，同比-4.6pct。利润率变化与公司 2020 年同期疫情形势下产品结构不同直接相关。全年销售费用率 13.71%，同比+2.5pct，2021 年公司一系列新产品持续获批上市，销售推广团队规模同样有所增加；全年研发费用率 6.17%，同比+0.2pct，公司历来重视研发投入，在全球多地设立有研发中心，核心赛道上持续推出新产品。
- **AED 产品国内顺利获批，助力公司快速抢占市场。**公司全资子公司江苏普美康已于 4 月 18 日收到 AED 产品的 NMPA 注册证。公司 AED 产品在全球医疗急救行业具备较高的知名度，国内注册证的获取会加速推动其国产化进程，有望对业务成本端优势的强化、急救板块整体毛利率水平的提升起到积极作用，预计公司将通过战略布局与产品强劲的竞争力获取更多市场份额。

盈利预测与投资建议

- 我们看好公司在呼吸、血糖及家用 POCT、消毒感控三大核心成长赛道的发展前景。预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 16.81、19.36、22.47 亿元，同比增长 13%、15%、16%，EPS 分别为 1.68、1.93、2.24 元，现价对应 PE 为 15、13、11 倍，维持“买入”评级。

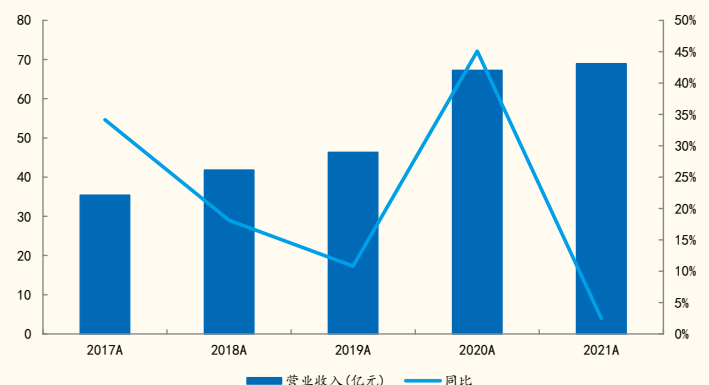
风险提示

- 收购整合不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；新产品研发不及预期风险；商誉风险。

新冠相关业务下降影响短期增速，常规业务持续增长

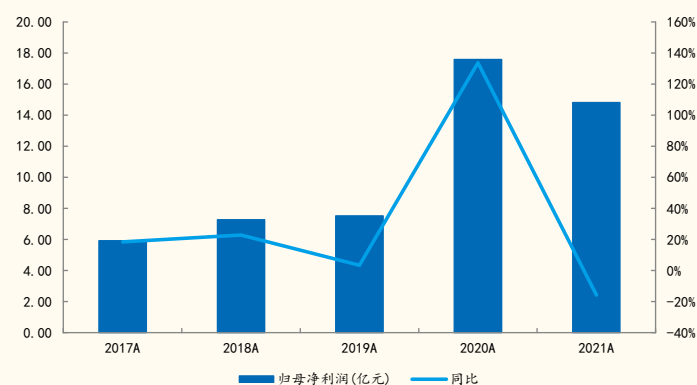
- 2021 年公司积极规划战略方向，以用户为中心，明确呼吸、血糖及家用 POCT、消毒感控三大核心成长赛道，持续推动家用类电子检测及体外诊断、康复及临床器械等基石业务的稳健发展，同时积极对急救、眼科、智能康复等孵化业务进一步规划布局。

图表 1：2017-2021 公司营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

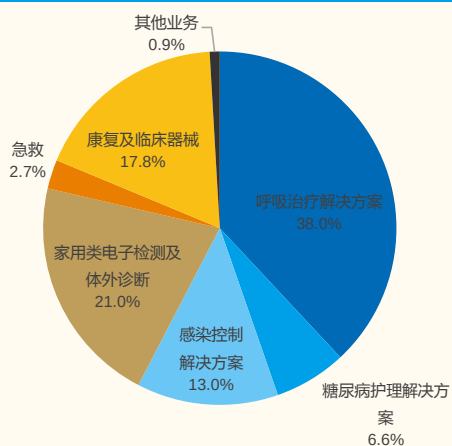
图表 2：2017-2021 公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

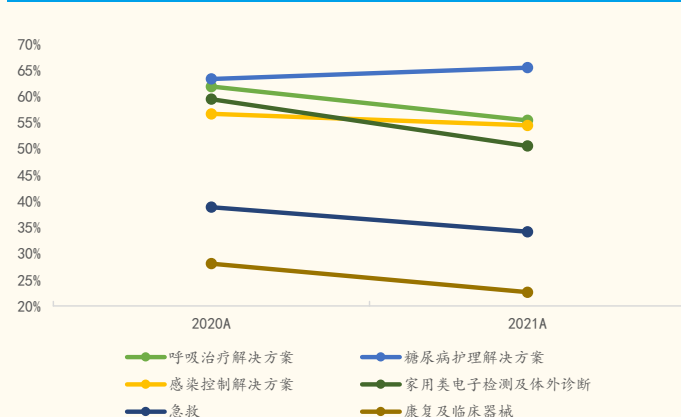
- 呼吸、感控等新冠相关业务受基数影响下滑。公司呼吸机产品业务规模同比 2020 年下降较多，主要原因是 2020 年受疫情影响，同期业务基数较大，但同比 2019 年两年复合增速超 50%，常规销售开展较好。感染控制解决方案板块受疫情需求差异影响，同比业务规模下降 6%，但“洁芙柔”等产品院内外市场份额均有提升。
- 常规业务保持稳健增长。公司主营业务中，呼吸治疗解决方案实现收入 26.23 亿元，同比+16%；糖尿病护理解决方案实现收入 4.57 元，同比+70%；感染控制解决方案实现收入 8.93 亿元，同比-6%；急救类实现收入 1.83 亿元，同比+3%；康复及临床器械实现收入 12.27 亿元，同比+13%。除抗疫类产品受高基数影响出现下滑外，制氧机、血糖监护等产品都实现了较快增长。
- 分地区来看，国内业务实现收入 52.05 亿元，占总收入比例达到 75.4%，同比+9%；国际业务实现收入 16.26 亿元，占总收入比例达到 23.6%，同比-13%。通过强化海外属地化团队建设，公司外销渠道持续拓宽，海外业务经疫情催化后营销能力持续提升。

图表 3：2021 公司主营业务结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：2020-2021 各板块毛利率变化

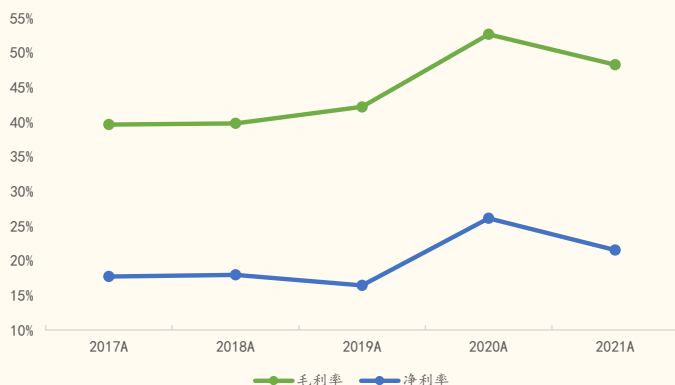


来源：公司公告，国金证券研究所

系列新产品持续获批，费用端投入加速

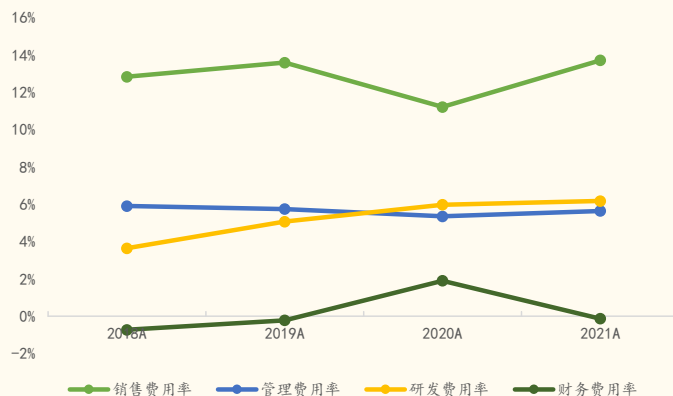
- 2021 年公司综合毛利率达到 48.29%，同比-4.4pct；全年净利率达到 21.53%，同比-4.6pct。利润率变化与公司 2020 年同期疫情形势下产品结构不同直接相关。公司全年销售费用率 13.71%，同比+2.5pct，2021 年公司一系列新产品持续获批上市，销售推广团队规模同样有所增加；管理费用率 5.64%，同比+0.3pct；研发费用率 6.17%，同比+0.2pct，公司历来重视对研发投入，研发体系和研发团队建设不断健全。公司在德国图特林根、中国台北、上海、南京、苏州、西藏及丹阳设立有研发中心，公司围绕核心业务，不断进行人才储备以及新品研发的推进工作，创新能力持续提升。

图表 5：2017-2021 公司利润率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2018-2021 公司费用率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

AED 产品国内顺利获批，助力公司快速抢占市场

- 公司全资子公司江苏普美康已于 4 月 18 日收到 AED 产品的 NMPA 注册证。公司旗下 AED 产品在全球医疗急救行业具备较高的知名度，此次产品注册证的获取会加速推动其国产化进程。AED 产品实现国产化后，将对相关业务成本端优势的强化、急救板块整体毛利率水平的提升起到积极作用。未来几年将是国内 AED 市场快速成长的重要阶段，公司有望通过战略布局与产品强劲的竞争力获取更多市场份额。

风险提示

- **收购整合不及预期风险：**公司通过收购凯立特，苏州六六视觉等公司，完善 CGM、眼科领域，若收购整合进展不及预期，短期内或将对公司的估值产生一定影响。
- **海外市场拓展不及预期风险：**公司产品在东南亚、非洲、中东等地区均有销售布局，若海外市场拓展缓慢或受阻，将可能对公司业绩产生负面影响。
- **新产品研发不及预期风险：**公司将针对核心赛道和孵化业务持续进行新产品的迭代，若公司新产品上市失败或出现研发进度缓慢，将可能对公司未来业绩增长造成影响。
- **商誉风险：**公司并购资产带来商誉持续增加，若出现盈利能力下滑带来商誉减值，将可能对公司净利润产生影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,636	6,726	6,894	7,923	9,107	10,398
增长率		45.1%	2.5%	14.9%	14.9%	14.2%
主营业务成本	-2,679	-3,183	-3,565	-4,175	-4,827	-5,501
%销售收入	57.8%	47.3%	51.7%	52.7%	53.0%	52.9%
毛利	1,957	3,543	3,329	3,748	4,280	4,897
%销售收入	42.2%	52.7%	48.3%	47.3%	47.0%	47.1%
营业税金及附加	-44	-62	-66	-75	-87	-99
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-630	-754	-945	-951	-1,093	-1,248
%销售收入	13.6%	11.2%	13.7%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-266	-360	-389	-420	-455	-499
%销售收入	5.7%	5.3%	5.6%	5.3%	5.0%	4.8%
研发费用	-235	-402	-426	-475	-546	-624
%销售收入	5.1%	6.0%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	781	1,966	1,504	1,826	2,099	2,428
%销售收入	16.8%	29.2%	21.8%	23.1%	23.1%	23.4%
财务费用	10	-128	9	-27	-6	22
%销售收入	-0.2%	1.9%	-0.1%	0.3%	0.1%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	24	127	116	120	120	120
%税前利润	2.7%	6.3%	6.8%	6.2%	5.4%	4.6%
营业利润	850	2,010	1,688	1,920	2,213	2,570
营业利润率	18.3%	29.9%	24.5%	24.2%	24.3%	24.7%
营业外收支	14	9	14	15	15	15
税前利润	864	2,019	1,702	1,935	2,228	2,585
利润率	18.6%	30.0%	24.7%	24.4%	24.5%	24.9%
所得税	-103	-262	-218	-252	-290	-336
所得税率	11.9%	13.0%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	762	1,757	1,484	1,683	1,938	2,249
少数股东损益	9	-2	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	753	1,759	1,482	1,681	1,936	2,247
净利率	16.2%	26.2%	21.5%	21.2%	21.3%	21.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	762	1,757	1,484	1,683	1,938	2,249
少数股东损益	9	-2	2	2	2	2
非现金支出	117	214	229	191	210	229
非经营收益	-18	-15	-109	21	-33	-33
营运资金变动	-263	854	-465	-546	-131	-133
经营活动现金净流	597	2,809	1,138	1,350	1,985	2,311
资本开支	-440	-678	-284	-133	-245	-245
投资	-132	-962	-2,125	-200	-200	-200
其他	19	81	580	120	120	120
投资活动现金净流	-553	-1,558	-1,829	-213	-325	-325
股权募资	0	2	149	0	0	0
债权募资	-7	442	838	-74	0	0
其他	-152	-1,011	-240	-405	-453	-503
筹资活动现金净流	-159	-566	747	-480	-453	-503
现金净流量	-115	685	56	658	1,207	1,483

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,563	2,775	2,394	3,047	4,250	5,731
应收款项	1,291	847	819	1,446	1,662	1,897
存货	926	968	1,266	1,258	1,455	1,658
其他流动资产	381	745	2,387	2,666	2,886	3,106
流动资产	4,161	5,335	6,864	8,417	10,253	12,393
%总资产	52.2%	53.0%	57.2%	62.7%	67.0%	70.9%
长期投资	383	881	1,121	1,121	1,121	1,121
固定资产	1,768	1,862	1,972	2,013	2,038	2,047
%总资产	22.2%	18.5%	16.4%	15.0%	13.3%	11.7%
无形资产	1,379	1,433	1,812	1,841	1,867	1,891
非流动资产	3,805	4,730	5,133	5,006	5,056	5,087
%总资产	47.8%	47.0%	42.8%	37.3%	33.0%	29.1%
资产总计	7,966	10,065	11,998	13,423	15,309	17,480
短期借款	150	641	41	20	20	20
应付款项	1,099	999	1,192	1,325	1,530	1,743
其他流动负债	326	690	597	640	736	848
流动负债	1,575	2,330	1,830	1,984	2,286	2,612
长期贷款	0	0	1,459	1,459	1,459	1,459
其他长期负债	234	240	280	170	167	164
负债	1,809	2,570	3,568	3,613	3,911	4,235
普通股股东权益	6,071	7,437	8,272	9,651	11,236	13,082
其中：股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
未分配利润	2,911	4,138	5,318	6,698	8,284	10,129
少数股东权益	86	58	158	160	162	164
负债股东权益合计	7,966	10,065	11,998	13,423	15,309	17,480

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.751	1.755	1.479	1.677	1.931	2.241
每股净资产	6.056	7.419	8.252	9.627	11.208	13.049
每股经营现金净流	0.596	2.802	1.135	1.347	1.980	2.305
每股股利	0.230	0.340	0.280	0.300	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	12.40%	23.65%	17.92%	17.42%	17.23%	17.17%
总资产收益率	9.45%	17.48%	12.36%	12.52%	12.65%	12.85%
投入资本收益率	10.84%	20.90%	13.13%	14.07%	14.18%	14.35%
增长率						
主营业务收入增长率	10.82%	45.08%	2.51%	14.92%	14.94%	14.18%
EBIT增长率	13.21%	151.68%	-23.52%	21.46%	14.94%	15.66%
净利润增长率	3.49%	133.74%	-15.73%	13.41%	15.17%	16.03%
总资产增长率	15.25%	26.36%	19.20%	11.88%	14.04%	14.18%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.6	41.3	28.1	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	107.7	108.6	114.4	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	99.3	107.2	97.4	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	136.9	100.0	103.3	91.5	80.4	70.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.95%	-36.70%	-37.66%	-41.28%	-47.84%	-53.86%
EBIT利息保障倍数	-75.6	15.4	-174.1	68.7	334.1	-111.9
资产负债率	22.71%	25.54%	29.74%	26.92%	25.55%	24.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	13	20	59
增持	0	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.14	1.13	1.13	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-09	买入	34.44	30.00 ~ 45.00

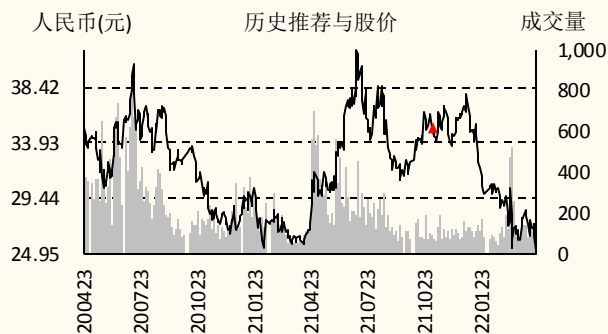
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402