



2022-04-25

公司点评报告

买入/维持

鱼跃医疗(002223)

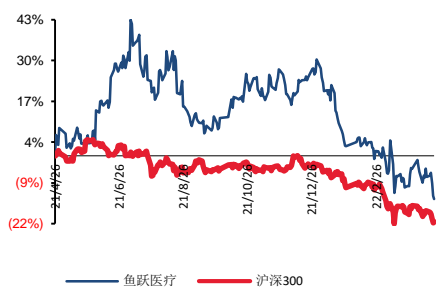
目标价: 30

昨收盘: 24.95

医药生物 医疗器械

抗疫产品基数影响表观波动，重点拓展三大核心成长赛道

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,002/938
总市值/流通(百万元)	25,012/23,398
12个月最高/最低(元)	41.43/24.95

相关研究报告:

鱼跃医疗(002223)《【太平洋医药?深度】鱼跃医疗:品牌渠道价值,再次鱼跃龙门——“品牌消费”公司篇之鱼跃医疗》——2018/05/23

证券分析师: 盛丽华

电话: 021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520070003

证券分析师: 谭紫媚

电话: 0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520090001

事件: 2022年4月22日晚,公司发布2021年年度报告:公司全年实现营业收入68.94亿元,同比增长2.51%;归母净利润14.82亿元,同比减少15.73%;扣非净利润13.19亿元,同比减少18.90%。基本每股收益1.49元,拟向全体股东每10股派发现金红利3.00元(含税)。

其中,2021年第四季度实现营业收入15.84亿元,同比减少15.63%;归母净利润1.31亿元,同比减少47.43%;扣非净利润0.88亿元,同比减少62.34%。

重点拓展三大核心成长赛道,长坡厚雪稳增长

2021年,公司管理层对业务板块进行重新梳理,将在血压监测、体温监测、中医设备、手术器械等基石业务的基础上,由成熟资产转向成长性业务,重点聚焦呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心成长赛道不断拓展,并对急救、眼科、智能康复等高潜力业务进行积极孵化。

(1)呼吸治疗解决方案板块业务实现营业收入26.23亿元,同比增长16.04%。其中制氧机产品作为业务核心,同比增长近80%;雾化产品同比增速超113%;呼吸机产品因基数影响、同比2020年下降较多,但同比2019年两年CAGR超50%,相关领域内的品牌影响力持续加深。(2)糖尿病护理解决方案板块业务实现营业收入4.57亿元,同比增长70.20%,随着院内外用户口碑的不断提升,市场占有率与用户规模突破新高;毛利率持续向好,同比提升2.16pct至65.48%。(3)感染控制解决方案板块受两期疫情需求差异影响,实现营业收入8.93亿元,同比下降6.03%。自疫情发生后,相关产品实力与“洁芙柔”等消毒感控系列产品形象在院内外市场愈发深入人心。

(4)家用类电子检测及体外诊断业务实现营业收入14.48亿元,同比下降18.11%。主要产品电子血压计产品同比增速超35%;红外测温仪产品因疫情需求降低相较2020年回落较多,相较19年仍有超过110%的复合增长,良好准确的“非接触”体温监测存在广泛市场空间。

(5)康复及临床器械板块业务实现营业收入12.28亿元,同比增长13.35%。其中,轮椅类产品销售收入同比增速超过38%,针灸类产品同比增速近15%。眼科及各类康复护理类产品销售较去年同期均有较快成长。(6)急救板块业务实现营业收入1.83亿元,同比增长2.69%。公司AED产品国内业务推进势头较好,整体规模持续增长。

疫情形势下产品结构有所不同，毛利率和净利率下降

2021 年全年，①公司的综合毛利率同比下降 4.39pct 至 48.29%，主要是因为较去年同期疫情形势下产品结构有所不同；销售费用率同比提升 2.50pct 至 13.71%，管理费用率同比提升 0.29pct 至 5.64%，研发费用率同比提升 0.20pct 至 6.17%，财务费用率同比下降 2.03pct 至 -0.13%，主要是汇率波动的影响；综合影响下，公司整体净利率同比下降 4.59 至 21.53%。②经营活动产生的现金流量净额 12.01 亿元，同比减少 57.57%，主要是公司去年同期疫情期间执行款到发货订货要求，目前销售已回归到疫情的正常授信与账期；同时 2021 年受大宗物资价格上涨及国际环境影响，主要原材料价格均出现上涨，同时为保证生产，公司对重要原材料进行了战略储备。

其中，2021 年第四季度，①公司的收入体量同比减少 15.63%，一方面是因为收入构成差异，2020 年四季度仍然有部分疫情相关的订单出货，2021 年四季度疫情影响较小；另一方面，2021 年第四季度公司综合供应链情况和市场环境主动对整体运营进行了谨慎把控。整体看，2021 年四季度相较于 2019 年第四季度，收入端仍然实现了两年复合近 21% 的增长率。②综合毛利率同比下降 0.88pct 至 43.16%，主要是因为产品结构的差异、以及双十一双十二大促活动的影响；销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 20.78%、8.31%、7.19%、0.44%、8.32%，分别变动+8.92pct、+2.49pct、-0.45pct、-4.43pct、-4.99pct。经营活动产生的现金流量净额 1.14 亿元，同比减少 59.05%。

盈利预测与投资评级：基于公司核心业务板块分析，我们预计 2022-2024 营业收入分别为 74.31 亿/ 87.99 亿/ 103.79 亿，同比增速分别为 8%/18%/18%；归母净利润分别为 15.59 亿/ 18.34 亿/ 21.63 亿，分别增长 5%/18%/18%；EPS 分别为 1.55/1.83/2.16，按照 2022 年 4 月 25 日收盘价对应 2022 年 15 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：新型冠状病毒肺炎疫情持续影响的风险；并购标的运营不达预期带来的商誉减值风险；市场竞争日趋激烈的风险；政策变化风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6894	7431	8799	10379
(+/-%)	2.50	7.79	18.41	17.96
净利润(百万元)	1482	1559	1834	2163
(+/-%)	(15.73)	5.15	17.66	17.91
摊薄每股收益(元)	1.48	1.55	1.83	2.16
市盈率(PE)	25.56	14.72	12.51	10.61

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2775	2394	4183	6216	8566	营业收入	6726	6894	7431	8799	10379
应收和预付款项	605	558	717	811	973	营业成本	3183	3565	3927	4710	5611
存货	968	1266	1210	1459	1735	营业税金及附加	62	66	71	84	100
其他流动资产	745	2387	2399	2407	2420	销售费用	754	945	1025	1192	1380
流动资产合计	5065	6597	8491	10874	13670	管理费用	360	389	424	480	540
长期股权投资	211	219	219	219	219	财务费用	128	-9	-4	-32	-63
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	36	21	0	0	0
固定资产	1843	1951	1863	1740	1612	投资收益	127	116	130	130	130
在建工程	19	22	20	20	20	公允价值变动	0	2	0	0	0
无形资产	554	634	613	591	569	营业利润	2010	1688	1777	2092	2470
长期待摊费用	73	65	65	65	65	其他非经营损益	9	14	14	14	14
其他非流动资产	459	88	88	88	88	利润总额	2019	1702	1791	2106	2484
资产总计	9796	11698	13483	15720	18365	所得税	262	218	229	270	318
短期借款	641	25	0	0	0	净利润	1757	1484	1562	1836	2166
应付和预收款项	927	976	1301	1548	1849	少数股东损益	-2	2	3	2	3
长期借款	0	1459	1509	1559	1609	归母股东净利润	1759	1482	1559	1834	2163
其他长期负债	240	263	263	263	263						
负债合计	2570	3552	3764	4165	4645	预测指标					
股本	1002	1002	1002	1002	1002		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	1784	1766	1766	1766	1766	毛利率	52.68%	48.29%	47.16%	46.48%	45.94%
留存收益	4138	5318	6643	8202	10040	销售净利率	26.12%	21.53%	21.02%	20.87%	20.87%
归母公司股东权益	7437	8272	9841	11675	13838	销售收入增长率	45.08%	2.51%	7.78%	18.42%	17.95%
少数股东权益	86	58	158	161	163	EBIT 增长率	151.68%	-23.52%	1.29%	18.82%	19.15%
股东权益合计	7495	8430	10002	11838	14004	净利润增长率	133.74%	-15.73%	5.15%	17.66%	17.91%
负债和股东权益	10065	11981	13766	16003	18649	ROE	23.65%	17.92%	15.84%	15.71%	15.63%
						ROA	17.96%	12.67%	11.56%	11.67%	11.78%
						ROIC	36.06%	24.95%	26.24%	32.11%	39.33%
现金流量表(百万)						EPS (X)	1.75	1.48	1.55	1.83	2.16
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE (X)	16.08	25.56	14.72	12.51	10.61
经营性现金流	2831	1201	1751	1961	2286	PB (X)	3.80	4.58	2.33	1.97	1.66
投资性现金流	-1558	-1829	49	68	62	PS (X)	4.20	5.50	3.09	2.61	2.21
融资性现金流	-454	775	-10	4	2	EV/EBITDA (X)	11.99	21.17	11.74	9.01	6.70
现金增加额	819	147	1790	2033	2350						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。