

医疗组

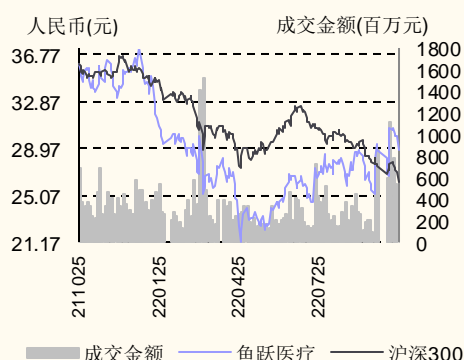
鱼跃医疗 (002223.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 28.80 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)	288.71
年内股价最高最低(元)	37.32/21.17
沪深 300 指数	3633
深证成指	10695



## 高基数导致业绩承压，研发投入持续提升

## 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	7,026	8,158	9,384
营业收入增长率	45.08%	2.51%	1.91%	16.11%	15.03%
归母净利润(百万元)	1,759	1,482	1,490	1,725	2,013
归母净利润增长率	133.74%	-15.73%	0.53%	15.74%	16.72%
摊薄每股收益(元)	1.755	1.479	1.487	1.720	2.008
每股经营性现金流净额	2.82	1.20	1.46	1.69	1.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.65%	17.92%	15.86%	16.09%	16.39%
P/E	16.08	25.56	19.37	16.74	14.34
P/B	3.80	4.58	3.07	2.69	2.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简述

- 2022年10月24日, 公司发布2022年三季度报告, 前三季度收入51.16亿元, 同比-4%; 实现归母净利润11.35亿元, 同比-16%; 实现扣非归母净利润9.59亿元, 同比-22%。
- 从单季度来看, 第三季度实现收入15.63亿元, 同比-9%; 实现归母净利润3.48亿元, 同比-11%; 实现扣非归母净利润3.20亿元, 同比-9%。

## 经营分析

- **新冠订单基数影响收入增速, 未来有望重回增长轨道。**公司Q3收入及利润规模同比仍有下滑, 预计主要原因为制氧机产品去年海外疫情类订单高基数。未来随常规业务逐步恢复, 预计公司将重回增长轨道。公司Q3销售费用率14.9%, 同比+2.6pct, 渠道及产品推广能力持续提升, 有望为公司即将上市的14天佩戴周期CGM新产品CT2A产品放量提供支撑。
- **研发费用率持续提升, 产品规模及品类不断拓展。**公司前三季度研发费用率7.5%, 同比+1.6pct, 公司持续重视研发投入, 目前在德国图特林根、中国台北、上海、南京、苏州、西藏及丹阳设立有研发中心, 不断的研发创新与新品导入的同时, 公司携手多所优秀高校共建联合创新中心, 打造新业务新产品的开发研究与人才培养基地, 为公司长期稳定发展提供持续动力。
- **急救业务引入战略投资者, AED产品放量有望加速。**公司9月发布全资子公司迅捷医疗拟增资扩股引进腾讯作为战略投资者的公告, 一方面能够优化迅捷医疗股权结构, 为其生产、研发与经营提供资金支持, 另一方面能够充分结合公司自身及战略投资者资源优势, 提高资产运营效率, 并进一步推动公司急救板块业务的拓展, AED产品未来有望迎来加速放量。

## 盈利预测与投资建议

- 我们看好公司在呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道的成长潜力, 预计2022-2024年公司归母净利润分别为14.90、17.25、20.13亿元, 同比增长1%、16%、17%, EPS分别为1.49、1.72、2.01元, 现价对应PE为19、17、14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。

## 相关报告

- 1.《子公司引入战略投资者, 急救业务有望加速-鱼跃医疗事件点评》, 2022.9.20
- 2.《高基数致使短期业绩承压, 常规业务显著增长-鱼跃医疗22年中报...》, 2022.8.24
- 3.《一季报收入增长稳健, 研发投入显著提升-鱼跃医疗2022一季报...》, 2022.4.28
- 4.《抗疫基数影响短期增速, 常规业务稳步发展-鱼跃医疗2021年报...》, 2022.4.24
- 5.《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

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	7,026	8,158	9,384
增长率		45.1%	2.5%	1.9%	16.1%	15.0%
主营业务成本	-2,679	-3,183	-3,565	-3,703	-4,324	-4,964
%销售收入	57.8%	47.3%	51.7%	52.7%	53.0%	52.9%
毛利	1,957	3,543	3,329	3,323	3,834	4,420
%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	-70	-82	-94
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-630	-754	-945	-984	-1,142	-1,314
%销售收入	13.6%	11.2%	13.7%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用	-266	-360	-389	-365	-408	-450
%销售收入	5.7%	5.3%	5.6%	5.2%	5.0%	4.8%
研发费用	-235	-402	-426	-492	-571	-657
%销售收入	5.1%	6.0%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	781	1,966	1,504	1,412	1,632	1,905
%销售收入	16.8%	29.2%	21.8%	20.1%	20.0%	20.3%
财务费用	10	-128	9	-46	-26	-1
%销售收入	-0.2%	1.9%	-0.1%	0.7%	0.3%	0.0%
资产减值损失	-17	-22	-48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	114	120	126
投资收益	24	127	116	120	130	140
%税前利润	2.7%	6.3%	6.8%	7.0%	6.5%	6.0%
营业利润	850	2,010	1,688	1,700	1,970	2,302
营业利润率	18.3%	29.9%	24.5%	24.2%	24.2%	24.5%
营业外收支	14	9	14	15	15	15
税前利润	864	2,019	1,702	1,715	1,985	2,317
利润率	18.6%	30.0%	24.7%	24.4%	24.3%	24.7%
所得税	-103	-262	-218	-223	-258	-301
所得税率	11.9%	13.0%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	762	1,757	1,484	1,492	1,727	2,016
少数股东损益	9	-2	2	2	2	3
归属于母公司的净利润	753	1,759	1,482	1,490	1,725	2,013
净利率	16.2%	26.2%	21.5%	21.2%	21.1%	21.5%

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	1,492	1,727	2,016
少数股东损益	9	-2	2	2	2	3
非现金支出	134	236	291	209	224	239
非经营收益	-18	-15	-109	-146	-163	-179
营运资金变动	-263	854	-465	-96	-95	-101
经营活动现金净流	614	2,831	1,201	1,459	1,693	1,975
资本开支	-440	-678	-284	-168	-184	-200
投资	-132	-962	-2,125	-16	-16	-16
其他	19	81	580	120	130	140
投资活动现金净流	-553	-1,558	-1,829	-64	-70	-76
股权募资	0	2	149	-15	0	0
债权募资	-7	442	838	-218	0	0
其他	-159	-898	-212	-456	-503	-553
筹资活动现金净流	-166	-454	775	-689	-503	-553
现金净流量	-98	706	119	706	1,120	1,345

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3,095	4,212	5,555
应收款项	1,291	847	819	993	1,153	1,327
存货	926	968	1,266	1,167	1,362	1,564
其他流动资产	381	745	2,387	2,571	2,714	2,864
流动资产	4,161	5,335	6,864	7,826	9,442	11,310
%总资产	52.2%	53.0%	57.2%	60.4%	64.9%	68.9%
长期投资	383	881	1,121	1,137	1,153	1,169
固定资产	1,768	1,862	1,972	1,911	1,850	1,790
%总资产	22.2%	18.5%	16.4%	14.8%	12.7%	10.9%
无形资产	1,379	1,433	1,812	1,849	1,887	1,925
非流动资产	3,805	4,730	5,133	5,124	5,115	5,108
%总资产	47.8%	47.0%	42.8%	39.6%	35.1%	31.1%
资产总计	7,966	10,065	11,998	12,949	14,557	16,418
短期借款	150	641	41	16	16	16
应付款项	1,099	999	1,192	1,181	1,378	1,582
其他流动负债	326	690	597	657	745	839
流动负债	1,575	2,330	1,830	1,854	2,139	2,437
长期贷款	0	0	1,459	1,459	1,459	1,459
其他长期负债	234	240	280	82	79	77
负债	1,809	2,570	3,568	3,395	3,676	3,972
普通股股东权益	6,071	7,437	8,272	9,395	10,718	12,281
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	6,457	7,781	9,343
少数股东权益	86	58	158	160	162	165
负债股东权益合计	7,966	10,065	11,998	12,949	14,557	16,418

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.751	1.755	1.479	1.487	1.720	2.008
每股净资产	6.056	7.419	8.252	9.372	10.692	12.250
每股经营现金净流	0.613	2.824	1.198	1.455	1.689	1.970
每股股利	0.400	0.300	0.300	0.350	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	12.40%	23.65%	17.92%	15.86%	16.09%	16.39%
总资产收益率	9.45%	17.48%	12.36%	11.51%	11.85%	12.26%
投入资本收益率	10.84%	20.90%	13.13%	11.09%	11.44%	11.86%
增长率						
主营业务收入增长率	10.82%	45.08%	2.51%	1.91%	16.11%	15.03%
EBIT增长率	13.21%	151.68%	-23.52%	-6.08%	15.53%	16.75%
净利润增长率	3.49%	133.74%	-15.73%	0.53%	15.74%	16.72%
总资产增长率	15.25%	26.36%	19.20%	7.93%	12.41%	12.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.6	41.3	28.1	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	107.7	108.6	114.4	115.0	115.0	115.0
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	98.0	81.5	68.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.95%	-36.70%	-37.66%	-42.03%	-48.27%	-54.00%
EBIT利息保障倍数	-75.6	15.4	-174.1	30.6	62.3	3,655.4
资产负债率	22.71%	25.54%	29.74%	26.22%	25.25%	24.20%

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	8	30	37	74
增持	0	1	4	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.11	1.12	1.12	1.00

来源：聚源数据

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

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
2	2022-04-24	买入	24.95	N/A
3	2022-04-28	买入	22.19	N/A
4	2022-08-24	买入	27.12	N/A
5	2022-09-20	买入	27.05	N/A

来源：国金证券研究所



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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对本报告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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**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