

2022年11月13日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

聚焦三大核心业务，平台型能力提升奠定长期发展基础

—鱼跃医疗（002223.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
联系人：俞家宁 S1050122040006
yujn@cfsc.com.cn

基本数据

2022-11-11

当前股价（元）	35.14
总市值（亿元）	352
总股本（百万股）	1002
流通股本（百万股）	938
52周价格范围（元）	21.44-38.22
日均成交额（百万元）	337.73

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

“创新重塑医疗器械”，重点聚焦呼吸与制氧、POCT、消毒感控三大核心赛道

2021年公司制定全新战略发展方向，在血压监测、体温监测、中医设备、手术器械等基石业务之上，未来将重点发力呼吸、POCT、感控三大核心赛道，并持续孵化急救、眼科、智能康复等高潜力业务。同时，公司以呼吸机等疫情相关产品迅速切入海外市场，品牌力和销售渠道得到大幅提升，并在当地建立销售部门。“三大核心领域+国际市场开拓”为公司新一轮高增长发展夯实了基础。

后疫情时代重要防治手段，呼吸制氧领域具备增长空间

根据弗若斯特沙利文统计，2019年，我国家用无创呼吸机市场市场规模约为10.34亿元，预计2026年将达到31.17亿元，若考虑制氧机我们预计市场规模有望翻倍。公司呼吸制氧产品主要包括制氧机、呼吸机、高流量呼吸湿化治疗仪、雾化器等。经过多年市场布局，“鱼跃”品牌深入人心，已经成为家用医疗设备的知名品牌，连续多年公司制氧机位居双十一京东/天猫品牌销售额第一。

受益于疫情带动全球呼吸机与制氧机需求激增，公司2020年与2021年呼吸与供氧板块实现大幅增长，其中2020年与2021年分别实现22.6亿元（+85.5%）与26.2亿元（16.04%）。2022年上半年受出口订单影响，呼吸与供氧板块下滑16.85%，但整体收入规模仍有10.99亿元，人口老龄化和呼吸睡眠的治疗率提升将继续支持未来的成长。新冠肺炎导致患者的肺功能受到损害，使用呼吸机对进行追加氧气提供，能够让病人得肺功能获得最好恢复，对后续治疗意义重大。未来国内疫情防控方案优化，有望带动一批呼吸机和制氧机的储备需求。

消毒感控产品切入院外，C端发力值得期待

公司消毒感控业务主要由全资子公司上海中优开展，产品涵盖人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等400多个产品，拥有“洁芙柔”、“安尔碘”、“点而康”、“葡泰”等知名产品，其中“洁芙柔”洗手液和“安尔碘”消毒剂已经成为三甲医院的“标配”消毒产品。疫情期间，公司消毒感控产品为国务院联防联控医疗物资保障组征用产品，并借此契机，公司在公立三甲医院的市

场份额稳步提升。民众的感控意识的提升，“洁芙柔”在公卫消毒等多场景应用，C 端市场已开始发力，未来有望贡献重要市场增量。

■ 布局持续血糖监测，业务协同贡献强劲增长动力

糖尿病监测医疗器械可分为传统指血血糖仪（BGM）、持续血糖监测系统（CGM）及其他器械（生化分析仪器等）。目前市场中血糖检测产品主要为传统指血血糖仪，经过多年发展，公司传统指血血糖仪业务已形成了完整的业务体系与服务网络，业务规模不断扩大。2019 年公司收购凯立特 50.99% 股份，正式布局持续血糖监测赛道，2021 年 5 月，公司推出“安耐糖”持续血糖监测产品。对比传统血糖仪，CGM 可实现 24 小时的连续监测，可更全面的获得身体葡萄糖水平的趋势数据，有助于更精确的调整用药改善血糖水平。目前 CGM 领域在我国仍属于新兴市场，国内有能力实现技术突破且形成销售规模的厂商较少，公司通过收购相关企业进军该赛道，并与自身传统业务实现协同，有望借助鱼跃品牌和渠道加速导入市场，驱动公司血糖业务持续增长。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 72.16、84.86、100.07 亿元，EPS 分别为 1.47、1.75、2.06 元，当前股价对应 PE 分别为 24.0、20.1、17.0 倍，首次覆盖给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

新品研发、推广不及预期、全球疫情造成业绩波动。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	6,894	7,216	8,486	10,007
增长率（%）	2.5%	4.7%	17.6%	17.9%
归母净利润（百万元）	1,482	1,470	1,753	2,068
增长率（%）	-15.7%	-0.8%	19.3%	18.0%
摊薄每股收益（元）	1.48	1.47	1.75	2.06
ROE（%）	17.6%	15.0%	15.4%	15.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,394	3,745	5,300	6,976
应收款	551	577	678	800
存货	1,266	1,409	1,628	1,896
其他流动资产	2,654	2,671	2,735	2,812
流动资产合计	6,864	8,402	10,341	12,484
非流动资产:				
金融类资产	2,305	2,305	2,305	2,305
固定资产	1,951	1,834	1,716	1,604
在建工程	22	9	3	1
无形资产	634	602	571	540
长期股权投资	219	219	219	219
其他非流动资产	2,309	2,309	2,309	2,309
非流动资产合计	5,133	4,972	4,818	4,673
资产总计	11,998	13,374	15,159	17,157
流动负债:				
短期借款	25	37	49	61
应付账款、票据	976	1,087	1,256	1,462
其他流动负债	633	633	633	633
流动负债合计	1,830	1,757	1,938	2,157
非流动负债:				
长期借款	1,459	1,549	1,549	1,549
其他非流动负债	280	280	280	280
非流动负债合计	1,738	1,828	1,828	1,828
负债合计	3,568	3,585	3,766	3,985
所有者权益				
股本	1,002	1,002	1,002	1,002
股东权益	8,430	9,788	11,393	13,172
负债和所有者权益	11,998	13,374	15,159	17,157

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1484	1485	1771	2089
少数股东权益	2	15	18	21
折旧摊销	187	162	152	143
公允价值变动	2	1	1	1
营运资金变动	-474	-271	-216	-260
经营活动现金净流量	1201	1391	1726	1994
投资活动现金净流量	-1829	130	122	114
筹资活动现金净流量	1979	-24	-155	-298
现金流量净额	1,352	1,497	1,694	1,811

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,894	7,216	8,486	10,007
营业成本	3,565	3,899	4,502	5,242
营业税金及附加	66	72	85	100
销售费用	945	1,010	1,273	1,501
管理费用	389	419	450	480
财务费用	-9	-4	-34	-67
研发费用	426	433	475	560
费用合计	1,751	1,858	2,164	2,474
资产减值损失	-27	-5	-10	0
公允价值变动	2	1	1	1
投资收益	116	150	150	50
营业利润	1,688	1,688	2,016	2,381
加: 营业外收入	19	20	20	20
减: 营业外支出	5	5	5	5
利润总额	1,702	1,703	2,031	2,396
所得税费用	218	218	260	307
净利润	1,484	1,485	1,771	2,089
少数股东损益	2	15	18	21
归母净利润	1,482	1,470	1,753	2,068

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	2.5%	4.7%	17.6%	17.9%
归母净利润增长率	-15.7%	-0.8%	19.3%	18.0%
盈利能力				
毛利率	48.3%	46.0%	46.9%	47.6%
四项费用/营收	25.4%	25.7%	25.5%	24.7%
净利率	21.5%	20.6%	20.9%	20.9%
ROE	17.6%	15.0%	15.4%	15.7%
偿债能力				
资产负债率	29.7%	26.8%	24.8%	23.2%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	12.5	12.5	12.5	12.5
存货周转率	2.8	2.8	2.8	2.8
每股数据(元/股)				
EPS	1.48	1.47	1.75	2.06
P/E	23.8	24.0	20.1	17.0
P/S	5.1	4.9	4.2	3.5
P/B	4.3	3.7	3.1	2.7

医药组介绍

俞家宁：康奈尔大学硕士，2022年4月加入华鑫证券研究所

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。