

鱼跃医疗 (002223.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

三季度收入平稳增长,产品竞争力持续提升

业绩简述

2023年10月24日,公司发布2023年三季度报告,2023年前三季度公司实现收入66.63亿元,同比+30%;实现归母净利润21.91亿元,同比+93%;实现扣非归母净利润16.70亿元,同比+74%。单季度来看,公司2023Q3实现收入16.83亿元,同比+8%;实现归母净利润6.97亿元,同比+100%;实现扣非归母净利润4.15亿元,同比+30%。

经营分析

三季度收入稳定增长,毛利率显著提升。公司Q3收入端实现了8%的稳定增长,产品竞争力持续提升,利润增速相比收入端更快主要由于子公司上手厂名下土地实施收储形成较大资产处置收益。此外公司Q3毛利率达到51.2%,同比+5.2pct,产品结构变化给公司带来毛利率提升效果较为明显。

研发投入持续提升,CGM产品顺利上市推广。三季度公司研发费用为1.24亿元,费用率7.34%,新产品研发及在售产品优化升级稳步推进,其中14天免校准CGM产品注册证顺利落地并成功推向市场。新品未来将充分发挥相关产品在临床效果、舒适性、便携性、安全性以及数字化管理方面的优势,有望引领国产CGM销售放量。

新一期员工持股计划发布,彰显公司未来发展信心。9月公司公布了新一期员工持股计划,并设置2023-2025年剔除股份支付影响的归母净利润目标分别为20.01、20.31、23.39亿元,同比分别增长25%、2%、15%,净利润增长目标展现出公司对未来经营发展的信心,有望充分调动核心员工积极性和创造性。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在呼吸制氧、血糖及POCT、消毒感控三大核心赛道的潜力,预计2023-2025年归母净利润分别为23.95、23.97、28.97亿元,同比增长50%、0%、21%,EPS分别为2.39、2.39、2.89元,现价对应PE为14、14、12倍,维持“买入”评级。

风险提示

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

医药组

分析师:袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师:何冠洲 (执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):33.77元

相关报告:

- 《鱼跃医疗公司点评:新员工持股计划发布,彰显公司长期发展信心》,2023.9.13
- 《鱼跃医疗公司点评:呼吸治疗业务拉动增长,盈利能力显著提升》,2023.8.29
- 《鱼跃医疗公司点评:二季度盈利能力快速提升,线上销售优势显著》,2023.7.16



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,894	7,102	8,760	10,030	11,817
营业收入增长率	2.51%	3.01%	23.35%	14.50%	17.82%
归母净利润(百万元)	1,482	1,595	2,395	2,397	2,897
归母净利润增长率	-15.73%	7.60%	50.16%	0.07%	20.86%
摊薄每股收益(元)	1.479	1.591	2.389	2.391	2.890
每股经营性现金流净额	1.20	2.30	1.43	2.38	2.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.92%	16.18%	20.56%	17.96%	18.76%
P/E	25.56	20.02	14.13	14.12	11.69
P/B	4.58	3.24	2.91	2.54	2.19

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	6,726	6,894	7,102	8,760	10,030	11,817
增长率	2.5%	3.0%	3.0%	23.4%	14.5%	17.8%
主营业务成本	-3,183	-3,565	-3,684	-4,180	-4,816	-5,563
%销售收入	47.3%	51.7%	51.9%	47.7%	48.0%	47.1%
毛利	3,543	3,329	3,418	4,580	5,214	6,254
%销售收入	52.7%	48.3%	48.1%	52.3%	52.0%	52.9%
营业税金及附加	-62	-66	-70	-88	-100	-118
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-754	-945	-1,031	-1,270	-1,454	-1,713
%销售收入	11.2%	13.7%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%
管理费用	-360	-389	-420	-482	-502	-561
%销售收入	5.3%	5.6%	5.9%	5.5%	5.0%	4.8%
研发费用	-402	-426	-496	-613	-702	-827
%销售收入	6.0%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	1,966	1,504	1,400	2,127	2,455	3,033
%销售收入	29.2%	21.8%	19.7%	24.3%	24.5%	25.7%
财务费用	-128	9	96	0	25	61
%销售收入	1.9%	-0.1%	-1.4%	0.0%	-0.3%	-0.5%
资产减值损失	-22	-48	-117	-35	-5	-53
公允价值变动收益	0	2	2	126	132	139
投资收益	127	116	129	50	100	100
%税前利润	6.3%	6.8%	7.0%	1.8%	3.5%	2.9%
营业利润	2,010	1,688	1,842	2,820	2,823	3,411
营业利润率	29.9%	24.5%	25.9%	32.2%	28.1%	28.9%
营业外收支	9	14	1	0	0	0
税前利润	2,019	1,702	1,842	2,820	2,823	3,411
利润率	30.0%	24.7%	25.9%	32.2%	28.1%	28.9%
所得税	-262	-218	-270	-423	-423	-512
所得税率	13.0%	12.8%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,757	1,484	1,573	2,397	2,399	2,900
少数股东损益	-2	2	-22	2	2	3
归属于母公司的净利润	1,759	1,482	1,595	2,395	2,397	2,897
净利率	26.2%	21.5%	22.5%	27.3%	23.9%	24.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,757	1,484	1,573	2,397	2,399	2,900
少数股东损益	-2	2	-22	2	2	3
非现金支出	236	291	377	247	234	297
非经营收益	-15	-109	-385	-610	-126	-133
营运资金变动	854	-465	740	-606	-125	-118
经营活动现金净流	2,831	1,201	2,305	1,429	2,382	2,945
资本开支	-678	-284	-178	343	-205	-210
投资	-962	-2,125	-349	-17	-17	-17
其他	81	580	109	50	100	100
投资活动现金净流	-1,558	-1,829	-418	377	-122	-127
股权募资	2	149	291	0	0	0
债权募资	442	838	506	-298	0	0
其他	-898	-212	-442	-714	-808	-908
筹资活动现金净流	-454	775	355	-1,011	-808	-908
现金净流量	706	119	2,378	794	1,452	1,910

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,775	2,394	4,838	5,624	7,070	8,976
应收款项	847	819	724	1,138	1,303	1,518
存货	968	1,266	1,509	1,467	1,690	1,922
其他流动资产	745	2,387	2,802	2,794	2,944	3,097
流动资产	5,335	6,864	9,873	11,023	13,006	15,514
%总资产	53.0%	57.2%	65.4%	67.8%	71.4%	74.9%
长期投资	881	1,121	1,131	1,147	1,164	1,182
固定资产	1,862	1,972	2,123	2,063	1,995	1,916
%总资产	18.5%	16.4%	14.1%	12.7%	10.9%	9.2%
无形资产	1,433	1,812	1,678	1,727	1,774	1,821
非流动资产	4,730	5,133	5,222	5,225	5,218	5,202
%总资产	47.0%	42.8%	34.6%	32.2%	28.6%	25.1%
资产总计	10,065	11,998	15,095	16,248	18,225	20,716
短期借款	641	41	574	519	519	519
应付款项	999	1,192	1,633	1,342	1,544	1,784
其他流动负债	690	597	979	936	1,019	1,176
流动负债	2,330	1,830	3,186	2,796	3,081	3,479
长期贷款	0	1,459	1,509	1,509	1,509	1,509
其他长期负债	240	280	333	84	78	74
负债	2,570	3,568	5,029	4,390	4,669	5,062
普通股股东权益	7,437	8,272	9,860	11,650	13,345	15,440
其中：股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
未分配利润	4,138	5,318	6,614	8,408	10,103	12,197
少数股东权益	58	158	206	208	211	214
负债股东权益合计	10,065	11,998	15,095	16,248	18,225	20,716

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.755	1.479	1.591	2.389	2.391	2.890
每股净资产	7.419	8.252	9.836	11.621	13.312	15.402
每股经营现金净流	2.824	1.198	2.299	1.425	2.376	2.938
每股股利	0.400	0.300	0.300	0.600	0.700	0.800
回报率						
净资产收益率	23.65%	17.92%	16.18%	20.56%	17.96%	18.76%
总资产收益率	17.48%	12.36%	10.57%	14.74%	13.15%	13.98%
投入资本收益率	20.90%	13.13%	9.80%	12.98%	13.35%	14.54%
增长率						
主营业务收入增长率	45.08%	2.51%	3.01%	23.35%	14.50%	17.82%
EBIT 增长率	151.68%	-23.52%	-6.92%	51.97%	15.44%	23.54%
净利润增长率	133.74%	-15.73%	7.60%	50.16%	0.07%	20.86%
总资产增长率	26.36%	19.20%	25.82%	7.64%	12.17%	13.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.3	28.1	29.9	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	108.6	114.4	137.5	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	107.2	97.4	110.6	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	100.0	103.3	107.9	84.8	71.4	58.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.70%	-37.66%	-52.35%	-52.59%	-57.64%	-62.98%
EBIT 利息保障倍数	15.4	-174.1	-14.5	-87,304.1	-96.5	-50.1
资产负债率	25.54%	29.74%	33.31%	27.02%	25.62%	24.44%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

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	2022-08-24	买入	27.12	N/A
2	2022-09-20	买入	27.05	N/A
3	2022-10-25	买入	28.80	N/A
4	2023-03-16	买入	31.67	N/A
5	2023-04-28	买入	30.80	N/A
6	2023-07-16	买入	35.50	N/A
7	2023-08-29	买入	33.52	N/A
8	2023-09-13	买入	33.97	N/A

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。

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806