

鱼跃医疗(002223.SZ)/医疗器械

证券研究报告/公司点评

2024年5月18日

评级: 买入(维持)

市场价格: 39.16元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 谢木青

执业证书编号: S0740518010004

电话: 021-20315895

Email: xiemq@zts.com.cn

分析师: 于佳喜

执业证书编号: S0740523080002

Email: yujx03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,002
流通股本(百万股)	939
市价(元)	39.16
市值(百万元)	39,257
流通市值(百万元)	36,758

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 鱼跃医疗(002223.SZ): 业绩符合预期, 常规产品加速恢复
- 2 鱼跃医疗(002223.SZ): 业绩持续超预期, 疫情相关产品海外持续放量
- 3 鱼跃医疗(002223.SZ): 业绩超预期, 传统主业持续恢复, 呼吸机、额温枪贡献较大业绩弹性

公司盈利预测及估值

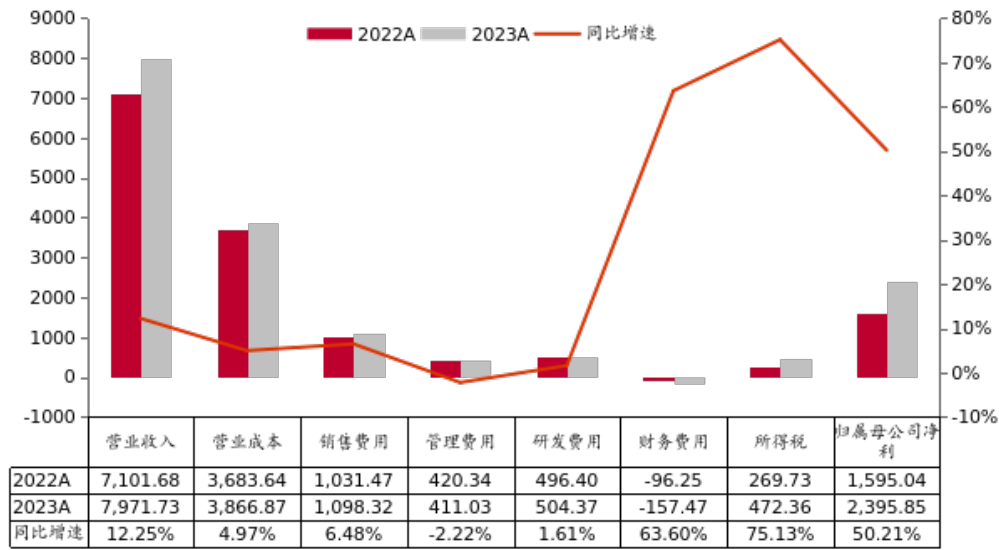
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,102	7,972	8,759	10,111	11,662
增长率 yoy%	3%	12%	10%	15%	15%
净利润(百万元)	1,595	2,396	2,069	2,405	2,799
增长率 yoy%	8%	50%	-14%	16%	16%
每股收益(元)	1.59	2.39	2.06	2.40	2.79
每股现金流量	2.30	2.12	1.65	2.97	3.46
净资产收益率	16%	20%	15%	15%	15%
P/E	25	17	18	15	13
P/B	4	3	3	2	2

注: 股价信息截止至 2024 年 5 月 18 日

投资要点

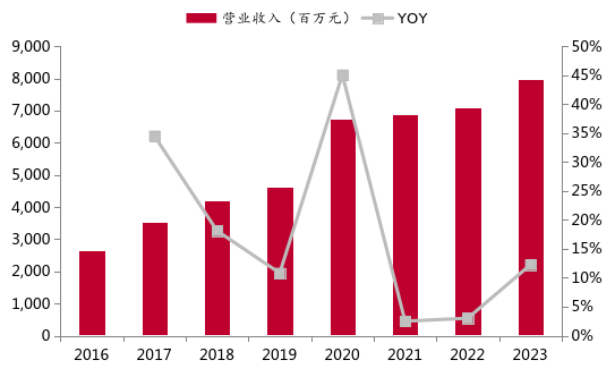
- **事件:** 公司发布 2023 年年报以及 2024 年一季度报告, 2023 年公司实现营业收入 79.72 亿元, 同比增长 12.25%, 归母净利润 23.96 亿元, 同比增长 50.21%, 扣非净利润 18.36 亿元, 同比增长 46.79%。2024 年一季度, 公司实现营业收入 22.31 亿元, 同比下降 17.44%, 实现归母净利润 6.59 亿元, 同比下降 7.58%, 实现扣非净利润 5.51 亿元, 同比下降 21.69%。
- **分季度来看:** 2023 年单四季度公司实现收入 13.09 亿元, 同比下降 34.08%, 归母净利润 2.05 亿元, 同比下降 55.36%, 扣非净利润 1.65 亿元, 同比下降 43.19%。公司单季度业绩有所下降, 主要与 2022Q4 同期呼吸制氧板块的高基数有关, 同时年底部分资产、信用减值也对利润造成一定压制。2024 年一季度, 公司实现营业收入 22.31 亿元, 同比下降 17.44%, 实现归母净利润 6.59 亿元, 同比下降 7.58%, 实现扣非净利润 5.51 亿元, 同比下降 21.69%, 在同期高基数下仍然表现相对稳健表现, 环比增长趋势良好。
- **产能、品牌、服务多重助力, 呼吸治疗业务持续 50+% 高增。** 2023 年呼吸治疗业务板块实现收入 33.71 亿元, 同比增长 50.55%, 其中制氧机产品同比增长近 60%, 呼吸机类产品增速超 30%, 雾化产品同比增长超 60%。公司呼吸治疗业务凭借出色的产品质量、卓越的品牌影响力以及优秀的服务保障, 面对行业机遇迅速响应, 实现业绩高增, 疫情以后国内居民健康管理认知意识快速提升, 家用呼吸、制氧等常规产品渗透率有望持续提升, 同时叠加第三代睡眠呼吸机、大流量制氧机等新产品的陆续上市, 未来公司呼吸治疗业务有望维持较快增长趋势。
- **CGM 产品升级叠加渠道调整, 糖尿护理业务加速增长。** 2023 年公司糖尿病护理业务实现收入 7.26 亿元, 同比增长 37.12%。2023 年公司 14 天免校准 CGM 产品 CT3 成功上市, 综合性能表现突出, 在院内外市场实现快速推广, 同时公司针对院内外市场的团队结构与组织架构积极调整, 加快相关团队人才梯度建设, 以适应快速发展的业务环境, 客户忠诚度不断提升, 未来糖尿病护理业务有望持续保持高增趋势。
- **产品性能迭代升级, 家用、急救产品实现业绩加速。** 2023 年家用类电子检测及体外诊断实现收入 16.74 亿元, 同比增长 10.05%, 其中电子血压计产品同比增长超过 20%, 公司围绕家用电子产品关键零部件加强研发攻关, 迭代核心技术, 产品竞争力不断提升, 整体业务维持良好增速; 在急救领域, 公司 2023 年相关业务收入 1.63 亿元, 同比增长 8.03%, 在公司自主研发的 AED 产品 M600 驱动下, 公司急救业务实现良性增长。
- **康复基石板块表现稳健, 感控业务高基数下有望企稳回升。** 2023 年公司康复及临床器械实现收入 12.28 亿元, 同比下降 12.82%, 其中轮椅车、针灸针等主要产品仍然维持增长趋势, 未来有望实现持续稳定的业绩贡献; 2023 年公司感染控制业务实现收入 7.56 亿元, 同比下降 36.15%, 主要与 2022 年同期高基数有关, 公司在感控领域持续开发专科新赛道, 不断丰富民品业务布局, 未来有望逐步企稳回升。
- **盈利预测与投资建议:** 根据财报数据, 我们调整盈利预测, 预计呼吸制氧等产品驱动下有望延续快速增长趋势, 高毛利产品占比有望不断提升, 同时监管政策收紧可能造成短期扰动, 预计 2024-2026 年公司实现收入 87.59、101.11、116.62 亿元, 同比增长 10%、15%、15% (调整前 24-25 年 90.36、104.60 亿元), 预计 2024-2026 年实现归母净利润 20.69、24.05、27.99 亿元, 同比增长 -14%、16%、16% (调整前 24-25 年 24.03、27.51 亿元)。公司当前股价对应 2024-2026 年 18、15、13 倍 PE, 考虑到公司常规产品加速恢复, 新兴业务成长性强, 新冠疫情后国内外品牌力快速提升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品推广不达预期风险, 政策变化风险, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图表 1: 鱼跃医疗主要财务指标变化 (百万元)



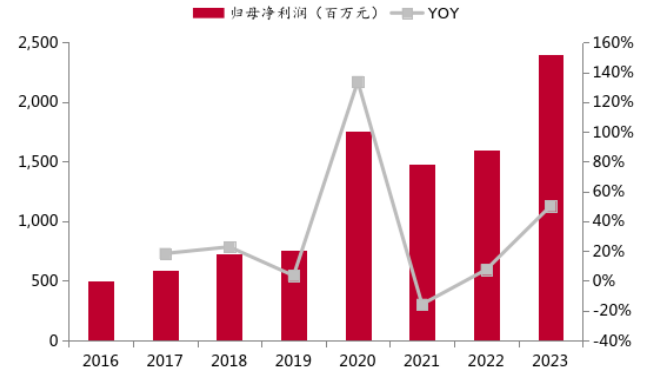
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 2: 鱼跃医疗主营业务收入情况 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 鱼跃医疗归母净利润情况 (百万元)



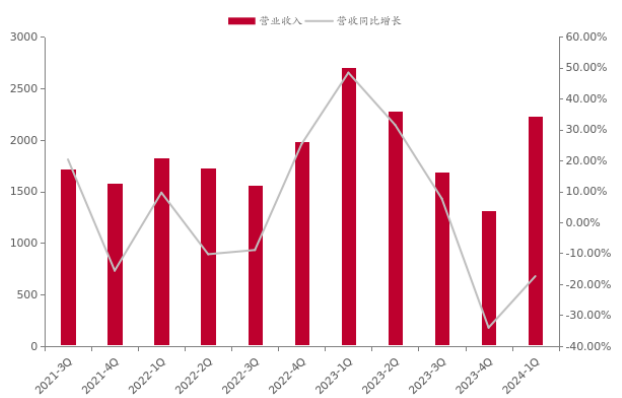
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 鱼跃医疗分季度财务数据 (百万元)

	2021-3Q	2021-4Q	2022-1Q	2022-2Q	2022-3Q	2022-4Q	2023-1Q	2023-2Q	2023-3Q	2023-4Q	2024-1Q
营业收入	1,717.52	1,584.05	1,821.06	1,731.74	1563.48	1985.4	2,702.57	2,277.34	1,683.07	1,308.76	2,231.21
营收同比增长	20.32%	-15.63%	9.60%	-10.33%	-8.97%	25.34%	48.41%	31.51%	7.65%	-34.08%	-17.44%
营收环比增长	-11.06%	-7.77%	14.96%	-4.90%	-9.72%	26.99%	36.12%	-15.73%	-26.09%	-22.24%	70.48%
营业成本	885.67	900.32	898.20	976.34	843.92	965.18	1,278.17	1,128.07	820.73	639.90	1,116.94
营业费用	212.05	329.11	196.93	255.22	233.55	345.77	298.58	313.80	242.67	243.27	273.56
管理费用	220.06	131.66	95.11	108.71	100.33	116.18	108.62	91.34	89.80	121.28	97.65
财务费用	-10.23	6.98	5.00	-40.09	-57.83	-3.34	-1.10	-37.21	-43.93	-75.23	-50.84
营业利润	404.11	153.15	545.42	377.76	353.93	564.7	865.19	932.34	812.75	283.21	777.03
利润总额	404.10	156.99	547.22	378.79	356.63	559.78	827.54	931.83	809.92	279.55	778.19
所得税	19.39	25.23	85.34	64.88	14.79	104.72	120.40	157.48	114.59	79.89	117.17
归母净利润	388.86	130.83	464.41	323.45	347.6	459.58	713.52	780.49	696.66	205.17	659.41
归母净利润同比	-0.52%	-47.43%	1.11%	-35.75%	-10.61%	251.28%	53.64%	141.01%	100.42%	-55.36%	-7.58%

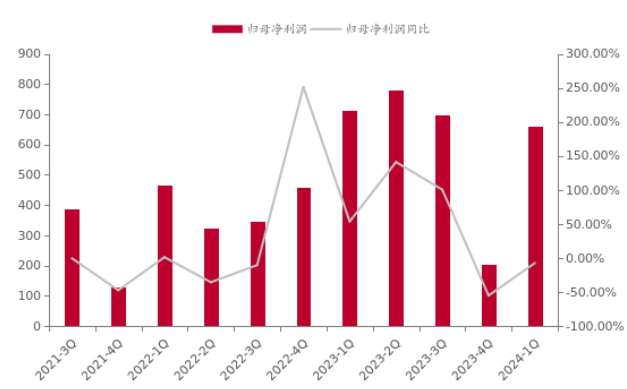
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 鱼跃医疗分季度营业收入变化 (百万元)



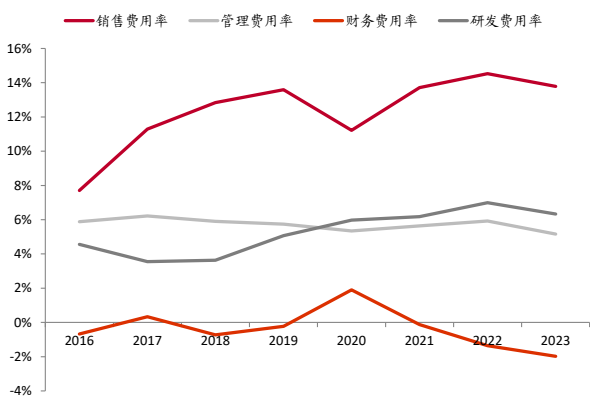
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 鱼跃医疗分季度归母净利润变化 (百万元)



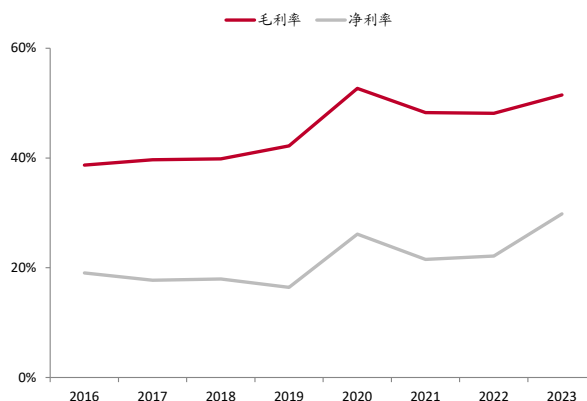
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 鱼跃医疗期间费用率变化情况



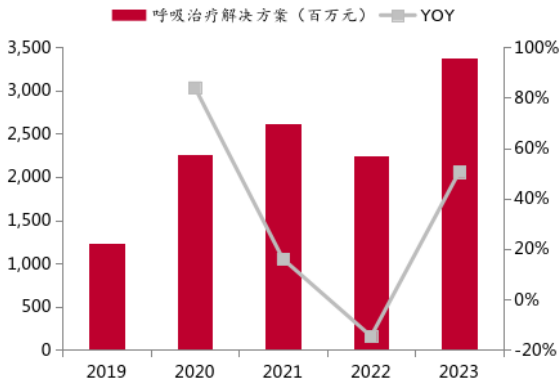
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 鱼跃医疗盈利能力变化



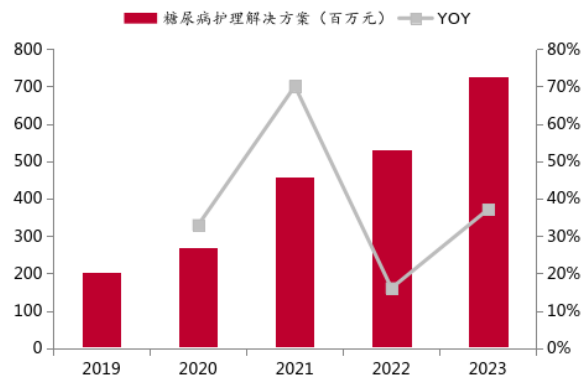
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 9: 鱼跃医疗呼吸治疗产品销售情况/百万元



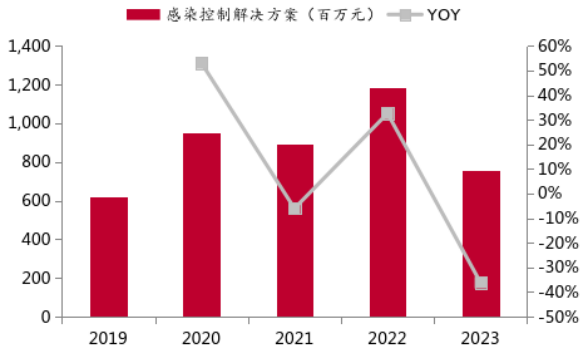
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 10: 鱼跃医疗糖尿病产品销售情况/百万元



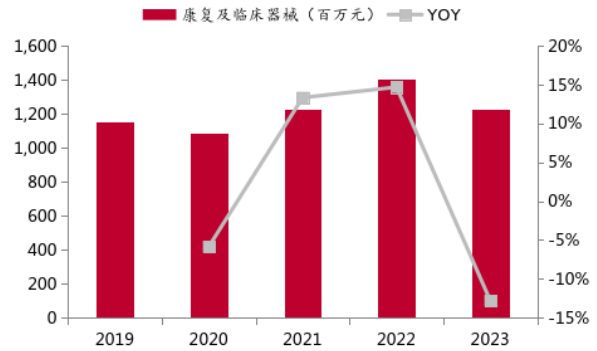
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 11: 鱼跃医疗感控类产品销售情况/百万元



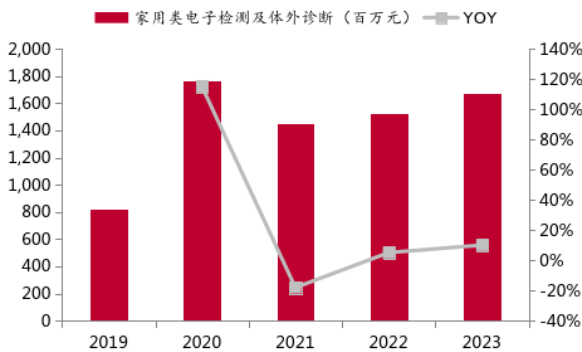
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 鱼跃医疗康复及临床器械销售情况/百万元



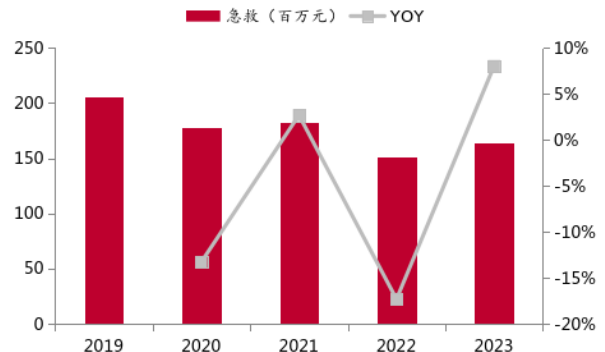
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 13: 鱼跃医疗家用电子检测及诊断产品销售情况/百万元



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 14: 鱼跃医疗急救产品销售情况/百万元



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 15: 鱼跃医疗财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,215	5,672	8,333	11,474	营业收入	7,972	8,759	10,111	11,662
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,867	4,307	5,007	5,817
应收账款	448	536	538	586	税金及附加	81	89	101	117
预付账款	42	65	80	81	销售费用	1,098	1,051	1,193	1,353
存货	1,412	1,576	1,722	2,179	管理费用	411	394	435	466
合同资产	7	3	4	6	研发费用	504	508	566	630
其他流动资产	268	3,129	3,135	3,144	财务费用	-157	0	0	0
流动资产合计	9,385	12,330	15,324	18,706	信用减值损失	9	-10	-10	-10
其他长期投资	758	823	934	1,061	资产减值损失	-93	0	0	0
长期股权投资	226	226	226	226	公允价值变动收益	-4	0	0	0
固定资产	1,974	2,209	2,484	2,794	投资收益	143	20	20	20
在建工程	111	211	211	111	其他收益	115	0	0	0
无形资产	511	472	407	370	营业利润	2,893	2,430	2,829	3,299
其他非流动资产	3,003	575	582	582	营业外收入	4	60	60	60
非流动资产合计	6,582	4,032	4,221	4,350	营业外支出	48	30	30	30
资产合计	15,967	16,362	19,545	23,056	利润总额	2,849	2,460	2,859	3,329
短期借款	0	97	226	335	所得税	473	408	474	552
应付票据	275	132	192	279	净利润	2,376	2,052	2,385	2,777
应付账款	1,136	861	1,016	1,198	少数股东损益	-19	-17	-19	-23
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,395	2,069	2,404	2,800
合同负债	183	123	142	163	NOPLAT	2,245	2,052	2,385	2,777
其他应付款	234	234	234	234	EPS (按最新股本摊薄)	2.39	2.06	2.40	2.79
一年内到期的非流动负债	526	526	526	526					
其他流动负债	520	474	482	490	主要财务比率				
流动负债合计	2,873	2,245	2,463	2,678	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	684	784	984	1,184	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	12.3%	9.9%	15.4%	15.3%
其他非流动负债	495	495	495	495	EBIT增长率	54.1%	-8.6%	16.2%	16.4%
非流动负债合计	1,178	1,278	1,478	1,678	归母公司净利润增长率	50.2%	-13.7%	16.2%	16.4%
负债合计	4,052	2,547	2,964	3,379	获利能力				
归属母公司所有者权益	11,764	13,628	15,832	18,431	毛利率	51.5%	50.8%	50.5%	50.1%
少数股东权益	152	135	116	93	净利率	29.8%	23.4%	23.6%	23.8%
所有者权益合计	11,915	13,763	15,948	18,525	ROE	20.1%	15.0%	15.1%	15.1%
负债和股东权益	15,967	16,362	19,545	23,056	ROIC	26.5%	26.6%	22.8%	20.5%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	25.4%	15.6%	15.2%	14.7%
					债务权益比	14.3%	2.9%	4.4%	5.3%
					流动比率	3.3	5.5	6.2	7.0
					速动比率	2.8	5.3	6.0	6.8
					营运能力				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.5
经营活动现金流	2,127	1,522	2,736	3,191	应收账款周转天数	25	20	19	17
现金收益	2,457	2,292	2,648	3,061	应付账款周转天数	111	83	68	69
存货影响	97	-163	-147	-456	存货周转天数	136	125	119	121
经营性应收影响	332	-111	-18	-48	每股指标 (元)				
经营性应付影响	12	-417	215	269	每股收益	2.39	2.06	2.40	2.79
其他影响	-770	20	-28	-27	每股经营现金流	2.12	1.65	2.97	3.46
投资活动现金流	1,735	-493	-470	-431	每股净资产	11.73	13.59	15.79	18.39
资本支出	-191	-536	-472	-458	估值比率				
股权投资	17	0	0	0	P/E	15	18	15	13
其他长期资产变化	1,909	33	34	39	P/B	3	3	2	2
融资活动现金流	-1,465	-176	395	381	EV/EBITDA	10	8	8	7
借款增加	-873	-203	329	309					
股利及利息支付	-661	-147	-153	-194					
股东融资	103	0	0	0					
其他影响	-34	174	219	266					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。