

鱼跃医疗 (002223)

证券研究报告

2024年06月07日

产品驱动，具备持续增长潜力

事件：

公司发布 2023 年年报，2023 年收入 79.72 亿元，同比增长 12.3%；归母净利润 23.96 亿元，同比增长 50.2%；扣非归母净利润 18.36 亿元，同比增长 46.8%；2024Q1 收入 22.31 亿元，同比下滑 17.4%，归母净利润 6.59 亿元，同比下滑 7.6%；扣非归母净利润 5.51 亿元，同比下滑 21.7%；2024Q1 营业收入环比提升 70.48%，归母净利润环比提升 221.39%，扣非归母净利润环比提升 233.05%。

点评：

各业务板块均有看点，前景可期

2023 年，公司呼吸治疗解决方案板块业务实现同比 50.55% 的显著增长，其中，制氧机产品业务规模同比增长近 60%，呼吸机类产品业务增速超 30%，雾化产品销售业务较上年同期增长超 60%；公司糖尿病护理解决方案业务持续实现卓越成果，营收规模同比增长 37.12%；公司感染控制解决方案板块业务规模相较于 2022 年同期特殊市场需求的高基数有所下降，公司将继续通过细分市场积极拓展专科感控新赛道及民品业务线，不断强化品牌影响力与团队执行力，推动相应业务稳健发展；公司家用类电子检测及体外诊断业务同比增长 10.05%，其中电子血压计产品营收规模同比增速超 20%，凭借优良的产品素质与服务能力，板块内各渠道销售工作高效开展，板块业务前景可期；公司急救板块业务实现了 8.04% 业绩增速，自主研发的 AED 产品 M600 获证后，在生产、研发与经营各部门的通力协作下，海内外业务持续拓展；公司康复及临床器械业务整体规模较 2022 年同期略有下降，但板块主要产品如轮椅车、针灸针等业务增长趋势良好，市场地位稳固，为公司经营长期稳健发展输出了有力贡献。

2023 年公司盈利能力持续提升

2023 年，公司期间费用 18.56 亿元，同比增加 0.23%。其中研发费用 5.04 亿元，占公司营业收入的 6.33%，管理费用 4.11 亿元，同比减少 2.22%。公司持续增加研发投入，提升研发实力的同时，重视提升各项费用及资源的利用效率，整体费用变动趋势持续向好。2023 年，公司产品结构得到优化，同时通过有效的成本管理途径与日趋成熟的供应链体系，不断降本增效，持续推进精益生产，公司实现销售毛利率 51.49%，相较于 2022 年度提升了 3.36 个百分点。2024 年 Q1 公司业绩环比大幅增长。

盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 86.61/97.68/111.59 亿元（2024 年前值为 94.84 亿元），归母净利润分别为 22.08/24.28/27.85 亿元（2024 年前值为 19.78 亿元），参考 2024 年 Q1 公司营业收入我们保守预测下调了 2024 年收入预期。考虑 2023 年公司毛利率提升，同时公司重视提升各项费用及资源的利用效率，整体费用变动趋势持续向好。基于公司盈利能力提升，我们上调了 2024 年归母净利润预测（前次预测未考虑毛利率提升及公司重视提升各项费用及资源的利用效率等因素），维持“买入”评级。

风险提示：新产品商业化不及预期的风险，政策风险，竞争加剧风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,101.68	7,971.73	8,661.28	9,767.81	11,159.14
增长率(%)	3.01	12.25	8.65	12.78	14.24
EBITDA(百万元)	2,330.48	2,953.22	2,627.17	2,905.82	3,250.29
归属母公司净利润(百万元)	1,595.04	2,395.85	2,208.36	2,428.34	2,784.68
增长率(%)	7.60	50.21	(7.83)	9.96	14.67
EPS(元/股)	1.59	2.39	2.20	2.42	2.78
市盈率(P/E)	25.14	16.74	18.16	16.51	14.40
市净率(P/B)	4.07	3.41	3.04	2.71	2.40
市销率(P/S)	5.65	5.03	4.63	4.11	3.59
EV/EBITDA	10.99	8.85	11.68	9.71	8.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	40 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,002.48
流通 A 股股本(百万股)	938.67
A 股总市值(百万元)	40,099.08
流通 A 股市值(百万元)	37,546.95
每股净资产(元)	12.40
资产负债率(%)	24.18
一年内最高/最低(元)	42.08/30.56

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《鱼跃医疗-公司深度研究:聚焦三大核心赛道，家用医疗器械发展可期》2022-12-19
- 《鱼跃医疗-季报点评:血糖业务全面布局成型，人口老龄化带来广阔机遇》2021-10-25
- 《鱼跃医疗-半年报点评:糖尿病护理板块实现快速发展，CGM 业务未来可期》2021-08-12

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,838.29	7,215.42	9,686.98	12,115.80	13,416.72
应收票据及应收账款	646.77	448.21	855.70	614.79	1,016.11
预付账款	82.15	41.69	96.35	58.58	116.65
存货	1,508.98	1,412.31	1,573.41	1,911.38	2,042.11
其他	2,793.39	260.18	319.87	282.40	308.23
流动资产合计	9,869.59	9,377.81	12,532.30	14,982.96	16,899.82
长期股权投资	242.54	225.88	225.88	225.88	225.88
固定资产	2,098.69	1,974.02	1,799.76	1,625.51	1,451.26
在建工程	24.01	110.68	110.68	110.68	110.68
无形资产	519.87	510.93	484.00	457.06	430.13
其他	2,336.94	3,760.80	2,773.57	2,901.93	3,109.33
非流动资产合计	5,222.06	6,582.30	5,393.89	5,321.07	5,327.28
资产总计	15,095.21	15,967.46	17,926.19	20,304.03	22,227.10
短期借款	55.40	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,447.45	1,410.73	1,289.00	1,913.58	1,781.22
其他	1,390.54	1,279.98	1,489.24	1,588.18	1,739.04
流动负债合计	2,893.38	2,690.71	2,778.24	3,501.76	3,520.26
长期借款	1,509.35	683.90	1,458.00	1,458.00	1,458.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	333.28	494.57	369.14	398.99	420.90
非流动负债合计	1,842.62	1,178.47	1,827.14	1,856.99	1,878.90
负债合计	5,028.78	4,051.96	4,605.38	5,358.76	5,399.16
少数股东权益	206.41	151.94	141.10	125.46	109.89
股本	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48
资本公积	1,989.26	1,946.57	1,946.57	1,946.57	1,946.57
留存收益	7,119.34	8,917.45	10,455.24	12,063.62	13,942.46
其他	(251.06)	(102.93)	(224.58)	(192.85)	(173.45)
股东权益合计	10,066.43	11,915.50	13,320.81	14,945.27	16,827.94
负债和股东权益总计	15,095.21	15,967.46	17,926.19	20,304.03	22,227.10

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,572.69	2,376.47	2,208.36	2,428.34	2,784.68
折旧摊销	237.39	237.67	201.19	201.19	201.19
财务费用	(41.59)	54.89	(245.39)	(312.55)	(379.00)
投资损失	(129.13)	(143.21)	(129.39)	(133.91)	(135.50)
营运资金变动	1,072.24	(1,540.57)	263.11	490.90	(765.46)
其它	(406.68)	1,141.72	(15.56)	(23.61)	(23.08)
经营活动现金流	2,304.92	2,126.98	2,282.32	2,650.35	1,682.83
资本支出	202.22	(20.89)	125.43	(29.86)	(21.91)
长期投资	23.79	(16.66)	0.00	0.00	0.00
其他	(643.91)	1,772.81	4.25	163.57	157.44
投资活动现金流	(417.89)	1,735.27	129.69	133.71	135.54
债权融资	679.70	(715.89)	847.05	425.01	361.50
股权融资	(306.01)	(696.16)	(787.49)	(780.26)	(878.94)
其他	(18.80)	(53.13)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	354.89	(1,465.18)	59.56	(355.25)	(517.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,241.92	2,397.07	2,471.56	2,428.82	1,300.93

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,101.68	7,971.73	8,661.28	9,767.81	11,159.14
营业成本	3,683.64	3,866.87	4,194.89	4,708.29	5,373.16
营业税金及附加	70.27	81.31	85.71	97.65	111.93
销售费用	1,031.47	1,098.32	1,186.60	1,318.65	1,506.48
管理费用	420.34	411.03	433.06	488.39	557.96
研发费用	496.40	504.37	537.00	673.98	781.14
财务费用	(96.25)	(157.47)	(245.39)	(312.55)	(379.00)
资产/信用减值损失	(116.75)	(83.49)	(82.65)	(94.30)	(86.82)
公允价值变动收益	2.16	(4.11)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	129.13	143.21	129.39	133.91	135.50
其他	(360.54)	(781.79)	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,841.80	2,893.49	2,516.15	2,833.00	3,256.15
营业外收入	10.03	3.28	10.74	8.02	7.34
营业外支出	9.41	47.94	20.82	26.06	31.61
利润总额	1,842.42	2,848.83	2,506.06	2,814.96	3,231.89
所得税	269.73	472.36	313.26	410.24	470.29
净利润	1,572.69	2,376.47	2,192.81	2,404.72	2,761.60
少数股东损益	(22.35)	(19.38)	(15.56)	(23.61)	(23.08)
归属于母公司净利润	1,595.04	2,395.85	2,208.36	2,428.34	2,784.68
每股收益 (元)	1.59	2.39	2.20	2.42	2.78

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	3.01%	12.25%	8.65%	12.78%	14.24%
营业利润	9.11%	57.10%	-13.04%	12.59%	14.94%
归属于母公司净利润	7.60%	50.21%	-7.83%	9.96%	14.67%
获利能力					
毛利率	48.13%	51.49%	51.57%	51.80%	51.85%
净利率	22.46%	30.05%	25.50%	24.86%	24.95%
ROE	16.18%	20.37%	16.76%	16.39%	16.66%
ROIC	36.93%	64.39%	61.50%	57.36%	83.81%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	33.31%	25.38%	25.69%	26.39%	24.29%
净负债率	-27.37%	-50.40%	-59.12%	-68.19%	-68.40%
流动比率	3.10	3.27	4.51	4.28	4.80
速动比率	2.63	2.77	3.94	3.73	4.22
营运能力					
应收账款周转率	12.22	14.56	13.29	13.29	13.68
存货周转率	5.12	5.46	5.80	5.61	5.65
总资产周转率	0.52	0.51	0.51	0.51	0.52
每股指标 (元)					
每股收益	1.59	2.39	2.20	2.42	2.78
每股经营现金流	2.30	2.12	2.28	2.64	1.68
每股净资产	9.84	11.73	13.15	14.78	16.68
估值比率					
市盈率	25.14	16.74	18.16	16.51	14.40
市净率	4.07	3.41	3.04	2.71	2.40
EV/EBITDA	10.99	8.85	11.68	9.71	8.21
EV/EBIT	12.02	9.52	12.64	10.43	8.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com