

## 鱼跃医疗

002223

审慎增持 (维持)

常规产品恢复良好, Q3 业绩维持高增长

2020年10月22日

## 市场数据

市场数据日期	2020-10-21
收盘价(元)	32.54
总股本(百万股)	1002.48
流通股本(百万股)	866.86
总市值(百万元)	32620.70
流通市值(百万元)	28207.62
净资产(百万元)	7242.86
总资产(百万元)	10096.98
每股净资产	7.17

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4636	6449	6715	7726
同比增长(%)	10.8%	39.1%	4.1%	15.1%
净利润(百万元)	753	1666	1315	1487
同比增长(%)	3.5%	121.4%	-21.0%	13.0%
毛利率(%)	42.2%	50.3%	44.4%	45.0%
净利率(%)	16.2%	25.8%	19.6%	19.2%
每股收益(元)	0.75	1.66	1.31	1.48
每股经营现金流(元)	0.61	1.94	1.28	1.40
市盈率	43.35	19.58	24.80	21.94
市净率	5.37	4.45	3.77	3.22

## 相关报告

《鱼跃医疗(002223)2020年中报点评:抗疫产品H1高增长,常规产品恢复去年同期水平》  
2020-08-16

《鱼跃医疗(002223)2019年报及2020年一季报点评:Q1业绩超预期,抗疫产品实现高增长》  
2020-04-20

《鱼跃医疗(002223)2019年中报点评:制氧板块短期承压,临床家用板块快速增长》  
2019-09-01

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

## 投资要点

- 近日,公司发布了2020年三季报。报告期内,公司实现营业收入48.48亿元,同比增长36.33%;实现归母净利润15.10亿元,同比增长111.84%;实现扣非归母净利润13.93亿元,同比增长103.24%。
- **盈利预测与评级:**公司作为以家庭医疗器械和医用高值耗材为主导业务的医疗器械企业,在家用医疗器械方面渠道优势明显,品种布局齐全,而经过过去几年的研发并购其临床产品线也已渐成规模。未来随着新产品的逐步放量,临床销售渠道的日益完善以及外延整合的逐步推进,公司业绩将持续稳健增长。在新冠疫情影响下,公司无创呼吸机、红外额温枪、血氧仪、手消等抗疫类产品出货量剧增,为公司2020年业绩增长提供充沛动力。我们调整对于公司的盈利预测,预计公司2020-2022年EPS分别为1.66、1.31、1.48元,2020年10月21日股价对应PE分别为20、25、22倍,维持“审慎增持”评级。

**风险提示:**疫情进展不确定性风险;新品种推广进度低于预期;外延整合低于预期;原材料供应风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 报告正文

### 事件

- 近日,公司发布了2020年三季报。报告期内,公司实现营业收入48.48亿元,同比增长36.33%;实现归母净利润15.10亿元,同比增长111.84%;实现扣非归母净利润13.93亿元,同比增长103.24%。

### 点评

- **常规产品恢复良好, Q3 业绩维持高增长。**报告期内,公司实现营业收入48.48亿元,同比增长36.33%;实现归母净利润15.10亿元,同比增长111.84%;实现扣非归母净利润13.93亿元,同比增长103.24%。其中, Q3 单季度实现营业收入14.27亿元,同比增长35.34%;实现归母净利润3.91亿元,同比增长117.70%;实现扣非归母净利润3.70亿元,同比增长112.53%。报告期内,公司无创呼吸机等呼吸类产品、红外额温枪、血氧仪等检测类产品及“洁芙柔”手消等消毒感控类产品受新冠疫情影响导致的出货量增长逐渐放缓。传统产品中,电子血压计、血糖仪及试纸等主要产品继续维持良好恢复趋势;雾化器、轮椅、手术器械等其他产品仍受到国内经济生活秩序影响,业务量呈不同比例下降。
- **抗疫类产品表现亮眼, 为全年业绩提供充沛动力。**今年上半年,全球疫情爆发并迅速蔓延,致呼吸机、额温枪及消毒感控类卫材需求激增。公司无创呼吸机产品 Bi-level PAP Positive Airway Pressure Units (双水平正压通气治疗机/无创呼吸机)于2020年4月1日收到FDA签发的EUA,获得疫情期间在美国销售公司无创呼吸机的准入资格。而此前,上述产品已取得中国国家药品监督管理局颁发的医疗器械注册证并完成了欧盟CE认证,并投放至国内一线抗疫工作中,公司呼吸机产品有望借此机会由民用市场拓展至院内及海外市场。此外,制氧机需求延续至Q3,部分海外订单仍在逐步交付,我们预计前三季度呼吸机收入超8亿元,制氧机超6亿元。而以往长期布局院内市场的“洁芙柔”手消产品受疫情影响民众曝光度提升,民品业务在国内疫情平稳后增长依旧强劲,预计前三季度收入超7个亿,同比增长超60%。
- **利润率提升明显,经营性净现金流增长显著。**报告期内,公司毛利率为56.03% (+14.11pp),净利率为31.08% (+11.19pp),主要系报告期内部分疫情相关高利润产品出货量增加所致。销售费用为5.31亿(+40.02%),销售费用率为10.96% (+0.29pp);管理费用为2.50亿(+32.92%),管理费用率为5.16% (-0.14pp);研发费用为2.58亿(+135.70%),研发费用率为5.32% (+2.24pp),主要是公司加大研发投入、扩充研发人员队伍、抗疫激励及新厂区研发中心折旧摊销所致;财务费用为3650.69(+308.35%),财务费用率为0.75% (+1.24pp),主要是美元汇率变动所致。经营性净现金流为25.54亿元,同比增长1788.13%,主要系本期公司订单采用预收货款、现款结算模

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

式，销售回款显著提升所致。截止报告期末，公司资产总额为 99.12 亿元，资产负债率 30.87%，其中合同负债 6.32 亿元，较期初增加 4.65 亿元，系受海外疫情影响，仍有部分外销订单尚未交付所致。

- **盈利预测与评级：**公司作为以家庭医疗器械和医用高值耗材为主导业务的医疗器械企业，在家用医疗器械方面渠道优势明显，品种布局齐全，而经过过去几年的研发并购其临床产品线也已渐成规模。未来随着新产品的逐步放量，临床销售渠道的日益完善以及外延整合的逐步推进，公司业绩将持续稳健增长。在新冠疫情影响下，公司无创呼吸机、红外额温枪、血氧仪、手消等抗疫类产品出货量剧增，为公司 2020 年业绩增长提供充沛动力。我们调整对于公司的盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.66、1.31、1.48 元，2020 年 10 月 21 日股价对应 PE 分别为 20、25、22 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**疫情进展不确定性风险；新品种推广进度低于预期；外延整合低于预期；原材料供应风险。

表 1、鱼跃医疗分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	19-3Q	19-4Q	20-1Q	20-2Q	20-3Q	QOQ	2019-09	2020-09	YOY
营业收入	1055	1080	1391	2030	1427	35.3%	3556	4848	36.3%
营业成本	606	614	652	813	667	10.0%	2065	2132	3.2%
毛利	448	466	739	1217	761	69.6%	1491	2716	82.2%
销售费用	145	251	158	241	132	-9.0%	380	531	40.0%
管理费用	64	78	84	93	73	14.6%	188	250	32.9%
财务费用	-13	7	-11	-3	51	-	-18	37	-
资产减值	0	-4	0	-1	1	177.1%	-0	0	-
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	4	8	5	93	15	297.0%	15	112	629.0%
营业利润	203	27	441	886	450	121.4%	823	1777	116.0%
利润总额	210	16	453	877	454	116.1%	848	1784	110.4%
净利润	180	40	383	737	391	117.7%	713	1510	111.8%
EPS	0.18	0.04	0.38	0.73	0.39	117.7%	0.71	1.51	111.8%
销售费用率	13.8%	23.2%	11.4%	11.9%	9.2%	-4.5%	10.7%	11.0%	0.3%
管理费用率	6.0%	7.2%	6.1%	4.6%	5.1%	-0.9%	5.3%	5.2%	-0.1%
财务费用率	-1.2%	0.7%	-0.8%	-0.2%	3.6%	4.8%	-0.5%	0.8%	1.3%
所得税率	13.4%	-158.2%	16.0%	16.0%	14.2%	0.9%	15.2%	15.5%	0.4%
毛利率	42.5%	43.2%	53.1%	60.0%	53.3%	10.8%	41.9%	56.0%	14.1%
净利润率	17.0%	3.7%	27.5%	36.3%	27.4%	10.4%	20.1%	31.2%	11.1%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4161	5611	7224	9011
货币资金	1563	2798	4002	5339
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	974	1339	1400	1608
其他应收款	45	90	84	101
存货	926	1016	1218	1375
<b>非流动资产</b>	3805	3583	3586	3496
可供出售金融资产	0	63	54	48
长期股权投资	181	181	181	181
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产	1739	1721	1674	1585
在建工程	29	35	32	26
油气资产	0	0	0	0
无形资产	589	572	556	539
<b>资产总计</b>	7966	9194	10810	12507
<b>流动负债</b>	1575	1725	1893	2121
短期借款	150	4	4	4
应付票据	0	0	0	0
应付账款	942	1127	1312	1496
其他	483	594	577	621
<b>非流动负债</b>	234	43	171	149
长期借款	0	0	0	0
其他	234	43	171	149
<b>负债合计</b>	1809	1767	2065	2270
<b>股本</b>	1002	1002	1002	1002
<b>资本公积</b>	1784	1784	1784	1784
<b>未分配利润</b>	2911	4060	5281	6662
<b>少数股东权益</b>	86	91	94	99
<b>股东权益合计</b>	6157	7426	8745	10237
<b>负债及权益合计</b>	7966	9194	10810	12507

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	753	1666	1315	1487
折旧和摊销	117	188	197	203
资产减值准备	5	38	9	23
无形资产摊销	40	36	37	37
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-10	-33	-37	-8
投资损失	-24	-30	-10	-10
少数股东损益	9	5	4	4
营运资金的变动	-68	-46	247	242
<b>经营活动产生现金流量</b>	619	1946	1284	1408
<b>投资活动产生现金流量</b>	-494	-198	-117	-79
<b>融资活动产生现金流量</b>	-147	-514	37	8
<b>现金净变动</b>	-22	1235	1204	1337
现金的期初余额	1661	1563	2798	4002
现金的期末余额	1640	2798	4002	5339

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4636	6449	6715	7726
营业成本	2679	3205	3730	4252
营业税金及附加	44	79	83	95
销售费用	630	800	873	1035
管理费用	266	548	604	695
财务费用	-10	-33	-37	-8
资产减值损失	-4	20	11	12
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	24	30	10	10
<b>营业利润</b>	850	1860	1460	1655
营业外收入	18	40	42	44
营业外支出	3	4	5	6
<b>利润总额</b>	864	1896	1497	1693
所得税	103	225	178	201
<b>净利润</b>	762	1671	1319	1491
少数股东损益	9	5	4	4
<b>归属母公司净利润</b>	753	1666	1315	1487
<b>EPS(元)</b>	0.75	1.66	1.31	1.48

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	10.8%	39.1%	4.1%	15.1%
营业利润增长率	9.5%	118.9%	-21.5%	13.3%
净利润增长率	3.5%	121.4%	-21.0%	13.0%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	42.2%	50.3%	44.4%	45.0%
净利率	16.2%	25.8%	19.6%	19.2%
ROE	12.4%	22.7%	15.2%	14.7%

偿债能力(%)

资产负债率	22.7%	19.2%	19.1%	18.2%
流动比率	2.64	3.25	3.82	4.25
速动比率	2.04	2.65	3.16	3.58

营运能力(次)

资产周转率	0.62	0.75	0.67	0.66
应收帐款周转率	4.67	5.11	4.50	4.71

每股资料(元)

每股收益	0.75	1.66	1.31	1.48
每股经营现金	0.61	1.94	1.28	1.40
每股净资产	6.06	7.32	8.63	10.11

估值比率(倍)

PE	43.35	19.58	24.80	21.94
PB	5.37	4.45	3.77	3.22

## 分析师声明

本人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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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、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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn