

鱼跃医疗(002223)/医疗器械
业绩持续超预期，疫情相关产品海外持续放量
评级：买入(维持)

市场价格：32.54

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

分析师：谢木青

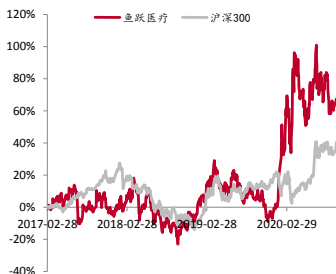
执业证书编号：S0740518010004

电话：021-20315895

Email: xiemq@r.qizq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股) | 1,002.48 |
| 流通股本(百万股) | 866.86 |
| 市价(元) | 32.54 |
| 市值(百万元) | 32,620.60 |
| 流通市值(百万元) | 28,207.48 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 鱼跃医疗(002223.SZ): 疫情相关产品大幅放量，血压、血糖等传统产品销售逐步恢复
- 2 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
- 3 鱼跃医疗(002223.SZ): 2019年稳健增长，2020年疫情下呼吸机等相关产品大幅放量

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4183.39 | 4635.93 | 6288.61 | 5994.17 | 7102.30 |
| 增长率 yoy% | 18.12% | 10.82% | 35.65% | -4.68% | 18.49% |
| 净利润 | 727.15 | 752.57 | 1700.03 | 1344.45 | 1604.15 |
| 增长率 yoy% | 22.82% | 3.49% | 125.90% | -20.92% | 19.32% |
| 每股收益(元) | 0.73 | 0.75 | 1.70 | 1.34 | 1.60 |
| 每股现金流量 | 0.80 | 0.61 | 1.63 | 1.50 | 1.41 |
| 净资产收益率 | 13.30% | 12.40% | 23.06% | 16.05% | 16.52% |
| P/E | 44.86 | 43.35 | 19.19 | 24.26 | 20.34 |
| PEG | 1.97 | 12.40 | 0.15 | -1.16 | 1.05 |
| P/B | 5.97 | 5.37 | 4.43 | 3.90 | 3.36 |

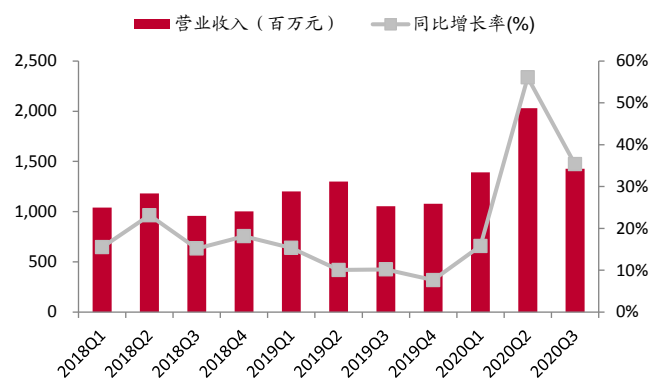
投资要点

- **事件：公司公告 2020 年三季报，实现营业收入 48.48 亿元，同比增长 36.33%，归母净利润 15.10 亿元，同比增长 111.84%，扣非净利润 13.93 亿元，同比增长 103.24%；同时预告 2020 年年报，预计实现归母净利润增速 120-130%。**
- **业绩持续超预期，疫情相关产品海外持续放量。**2020Q3 单季度实现收入 14.27 亿元，同比增长 35.34%，归母净利润 3.91 亿元，同比增长 117.70%，扣非净利润 3.70 亿元，同比增长 112.53%，较上半年有进一步提速，主要是海外疫情爆发下无创呼吸机等呼吸类产品、红外额温枪等疫情相关产品销量持续保持高位，以及国内传统家用器械、临床手术器械等品种销售快速恢复带来。公司披露 2020 年全年业绩预告，归母净利润增速中值约 125%，我们预计主要是高毛利率的防疫产品销售继续旺盛带来利润率保持高水平，同时非疫情品种销售加速恢复的原因。
- **国内家用器械产品快速恢复增长，呼吸机、制氧机等品种海外销售继续放量。**受益于国内外疫情发展，公司呼吸机等防疫产品销量大幅提升，我们预计前三季度公司呼吸及供氧产品总销售已超过 2019 年全年销售水平，随着海外疫情持续，全年销售可期。与此同时，国内血糖、血压计等原有家用器械产品销售已从疫情影响下快速恢复，整体电商平台销售预计实现 10+% 的增长。
- **临床端手术器械销售逐步恢复中，消毒感控产品继续放量。**随着国内医疗秩序恢复，我们预计前三季度手术器械销售下滑幅度较 2020H1 的 14% 进一步收窄；作为国内院用专业消毒感控产品的主要供应商，伴随洁芙柔等品种民品市场的快速打开，我们预计上海中优实现超过 50% 的快速增长，继续延续了上半年的增长趋势。
- **盈利预测与估值：**根据 2020 年三季报，我们更新盈利预测，预计 2020-2022 年公司收入 62.89、59.94、71.02 亿元，同比增长 35.65%、-4.68%、18.49%，归属母公司净利润 17.00、13.44、16.04 亿元，同比增长 125.90%、-20.92%、19.32%，对应 EPS 为 1.70、1.34、1.60。目前公司股价对应 2021 年 24 倍 PE，考虑到公司内生快速恢复，全球疫情扩散下呼吸机、制氧机等产品有望持续带来增量业绩，维持“买入”评级。
- **风险提示：**产品推广不达预期风险，疫情持续时间不确定风险。

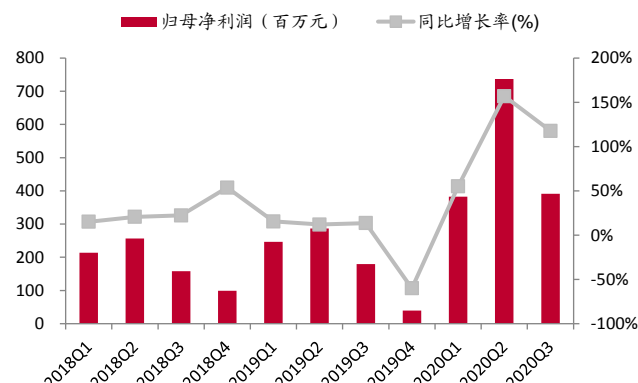
图表 1: 鱼跃医疗分季度财务数据 (百万元)

| | 2018-2Q | 2018-3Q | 2018-4Q | 2019-1Q | 2019-2Q | 2019-3Q | 2019-4Q | 2020-1Q | 2020-2Q | 2020-3Q |
|--------|----------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 1,181.61 | 957.28 | 1,002.95 | 1,201.18 | 1,300.44 | 1,054.70 | 1,079.61 | 1,390.96 | 2,029.76 | 1,427.48 |
| 营收同比增长 | 23.15% | 15.17% | 18.13% | 15.33% | 10.06% | 10.18% | 7.64% | 15.80% | 56.08% | 35.34% |
| 营收环比增长 | 13.45% | -18.99% | 4.77% | 19.76% | 8.26% | -18.90% | 2.36% | 28.84% | 45.93% | -29.67% |
| 营业成本 | 720.50 | 574.33 | 614.36 | 707.37 | 751.82 | 606.22 | 613.77 | 652.05 | 812.96 | 666.89 |
| 营业费用 | 104.45 | 120.24 | 223.51 | 110.66 | 123.94 | 144.97 | 250.51 | 158.40 | 241.11 | 131.96 |
| 管理费用 | 73.28 | 105.93 | 155.06 | 84.02 | 97.64 | 116.17 | 203.43 | 150.79 | 208.27 | 149.31 |
| 财务费用 | -27.34 | -17.64 | 3.05 | 5.06 | -9.65 | -12.93 | 7.19 | -11.01 | -3.39 | 50.90 |
| 营业利润 | 306.54 | 187.88 | 27.75 | 281.68 | 337.77 | 203.33 | 27.12 | 441.37 | 885.69 | 450.20 |
| 利润总额 | 311.75 | 192.70 | 81.18 | 289.65 | 348.16 | 210.16 | 16.38 | 452.94 | 876.80 | 454.16 |
| 所得税 | 48.72 | 31.27 | -21.40 | 43.15 | 57.47 | 28.07 | -25.91 | 72.34 | 140.18 | 64.54 |
| 归母净利润 | 256.27 | 158.13 | 99.08 | 246.60 | 286.75 | 179.55 | 39.66 | 382.63 | 736.67 | 390.89 |

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 鱼跃医疗分季度营业收入变化


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 鱼跃医疗分季度归母净利润变化


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 鱼跃医疗财务报表预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 4161 | 5794 | 6979 | 8680 | 营业收入 | 4636 | 6289 | 5994 | 7102 |
| 现金 | 1563 | 3076 | 4205 | 5337 | 营业成本 | 2679 | 2890 | 3075 | 3703 |
| 应收账款 | 974 | 1295 | 1247 | 1470 | 营业税金及附加 | 44 | 60 | 57 | 68 |
| 其他应收款 | 45 | 62 | 59 | 70 | 营业费用 | 630 | 849 | 779 | 888 |
| 预付账款 | 236 | 255 | 271 | 327 | 管理费用 | 266 | 340 | 318 | 355 |
| 存货 | 926 | 870 | 931 | 1171 | 财务费用 | -10 | -13 | -30 | -52 |
| 其他流动资产 | 416 | 235 | 265 | 305 | 资产减值损失 | -4 | 5 | 5 | 5 |
| 非流动资产 | 3805 | 3491 | 3331 | 3178 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 181 | 181 | 181 | 181 | 投资净收益 | 24 | 70 | 43 | 46 |
| 固定资产 | 1739 | 1605 | 1463 | 1317 | 营业利润 | 850 | 1938 | 1530 | 1828 |
| 无形资产 | 589 | 558 | 526 | 495 | 营业外收入 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 其他非流动资产 | 1296 | 1147 | 1161 | 1185 | 营业外支出 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 7966 | 9285 | 10310 | 11858 | 利润总额 | 864 | 1953 | 1544 | 1842 |
| 流动负债 | 1575 | 1473 | 1528 | 1773 | 所得税 | 103 | 232 | 184 | 219 |
| 短期借款 | 150 | 250 | 200 | 150 | 净利润 | 762 | 1720 | 1361 | 1623 |
| 应付账款 | 942 | 727 | 829 | 1077 | 少数股东损益 | 9 | 20 | 16 | 19 |
| 其他流动负债 | 483 | 496 | 500 | 546 | 归属母公司净利润 | 753 | 1700 | 1344 | 1604 |
| 非流动负债 | 234 | 333 | 285 | 233 | EBITDA | 957 | 2114 | 1689 | 1966 |
| 长期借款 | 0 | 100 | 50 | 0 | EPS (元) | 0.75 | 1.70 | 1.34 | 1.60 |
| 其他非流动负债 | 234 | 233 | 235 | 233 | | | | | |
| 负债合计 | 1809 | 1807 | 1813 | 2006 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 86 | 106 | 122 | 142 | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本 | 1002 | 1002 | 1002 | 1002 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 1784 | 1784 | 1784 | 1784 | 营业收入 | 10.8% | 35.6% | -4.7% | 18.5% |
| 留存收益 | 3280 | 4579 | 5583 | 6918 | 营业利润 | 9.5% | 128.0% | -21.1% | 19.5% |
| 归属母公司股东权益 | 6071 | 7371 | 8375 | 9710 | 归属于母公司净利润 | 3.5% | 125.9% | -20.9% | 19.3% |
| 负债和股东权益 | 7966 | 9285 | 10310 | 11858 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 42.2% | 54.0% | 48.7% | 47.9% |
| | | | | | 净利率(%) | 16.2% | 27.0% | 22.4% | 22.6% |
| | | | | | ROE(%) | 12.4% | 23.1% | 16.1% | 16.5% |
| | | | | | ROIC(%) | 16.9% | 37.6% | 30.9% | 35.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 22.7% | 19.5% | 17.6% | 16.9% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 8.29% | 19.37% | 13.79% | 7.48% |
| | | | | | 流动比率 | 2.64 | 3.93 | 4.57 | 4.90 |
| | | | | | 速动比率 | 2.04 | 3.33 | 3.94 | 4.22 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.62 | 0.73 | 0.61 | 0.64 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 5 | 5 | 4 | 5 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.67 | 3.46 | 3.95 | 3.89 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.75 | 1.70 | 1.34 | 1.60 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.61 | 1.63 | 1.50 | 1.41 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 6.06 | 7.35 | 8.35 | 9.69 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 43.35 | 19.19 | 24.26 | 20.34 |
| | | | | | P/B | 5.37 | 4.43 | 3.90 | 3.36 |
| | | | | | EV/EBITDA | 32 | 15 | 18 | 16 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 614 | 1639 | 1506 | 1412 |
| 净利润 | 762 | 1720 | 1361 | 1623 |
| 折旧摊销 | 117 | 189 | 190 | 190 |
| 财务费用 | -10 | -13 | -30 | -52 |
| 投资损失 | -24 | -70 | -43 | -46 |
| 营运资金变动 | -263 | -353 | 56 | -301 |
| 其他经营现金流 | 33 | 165 | -27 | -3 |
| 投资活动现金流 | -553 | 61 | 34 | 37 |
| 资本支出 | 440 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 132 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 19 | 61 | 34 | 37 |
| 筹资活动现金流 | -166 | -187 | -411 | -317 |
| 短期借款 | -7 | 100 | -50 | -50 |
| 长期借款 | 0 | 100 | -50 | -50 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -160 | -387 | -311 | -217 |
| 现金净增加额 | -98 | 1513 | 1129 | 1131 |

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。但本公司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, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。