

公司研究/公告点评

2020年07月08日

医药生物/医疗器械 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 37.72
合理价格区间(元): 51.28~53.98

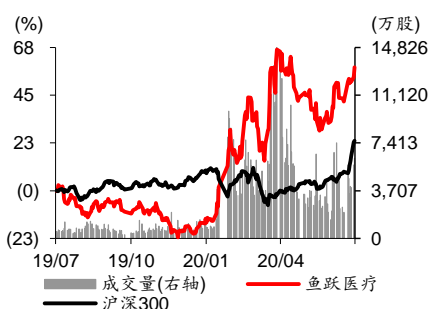
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

孔垂岩 执业证书编号: S0570520010001
研究员 021-38476695
kongchuiyan@htsc.com

相关研究

- 1 《鱼跃医疗(002223 SZ,买入): 抗疫防疫带来战略机遇》2020.04
- 2 《鱼跃医疗(002223 SZ,买入): 抗疫先锋, 危中蕴机》2020.02
- 3 《鱼跃医疗(002223 SZ,买入): 制氧机清库存, 业绩略低预期》2019.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

抗疫产品销售景气, 中报业绩大增

鱼跃医疗(002223)

中报业绩较之前预计翻倍, 上修业绩预告

公司公告, 上修 2020 年半年业绩预告, 预计 2020 年上半年归母净利润同比增长 100-110% (前值为 50-55%)。若以中位数估算, 公司 2Q20 归母净利润同比增长 148%。我们上调盈利预测, 预计 2020-2022 年 EPS 为 1.35/1.28/1.56 元, 上调目标价至 51.28-53.98 元, 维持“买入”评级。

抗疫产品 2Q20 出口火热, 延续高增长态势

2Q20 国内疫情基本稳定, 海外疫情持续, 公司抗疫产品销售重点转向海外: 1) 呼吸机: 公司是国内外无创双水平呼吸机主要供应商之一, 我们预计 2020 全年呼吸机收入有望达到 10-12 亿元; 2) 制氧机: 海外 5L 制氧机需求大增, 我们预计 2020 全年制氧机收入有望超过 10 亿元; 3) 额温枪: 国内外防控必需品, 我们预计公司额温枪 2020 全年收入或超 5 亿元; 4) 感控消毒: 中优利康品牌知名度在民用市场快速提高, 销量并未因为国内疫情稳定而下滑, 说明民用市场渗透率提高, 我们预计 2020 年中优利康收入增速超 60%。

2Q20 刚性需求释放, 常规产品强势反弹

公司为满足国内抗疫需求, 1Q20 全力生产抗疫产品, 常规产品生产停滞, 因此常规产品渠道库存持续消耗。同时, 受疫情影响的国内家用器械市场 2Q20 逐步恢复, 压制的刚性需求释放。特别是线上渠道, 在 618 活动中公司制氧机、电子血压计、雾化器等多个主力产品销售全网领先。我们估计血糖仪、血压计等 2Q20 收入增速约为 20%, 1H20 收入与去年持平, 恢复明显。

抗疫产品放量增厚短期业绩, 构建长期增长基础

本次公司产品在疫情中的出色表现对于公司长期发展有重要积极影响: 1) 经过本次疫情, 显著提高中优消毒产品在普通民用市场知名度, 在后疫情时代销量继续高增长; 2) 海外: 呼吸机、制氧机等产品拓展了海外销售渠道, 在海外市场初步建立品牌认可度; 3) 医药“新基建”需求释放, 发改委发布的《公共卫生防控救治能力建设方案》中明确提出配置抗疫产品, 利好鱼跃等龙头企业; 4) 保持家用医疗器械市场领头羊地位, 扩大与二线品牌差距。

中报业绩大增, 奠定全年高增长基调, 维持“买入”评级

考虑到中报业绩上修, 我们上调部分产品收入预测, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 13.53/12.86/15.62 亿元 (前值是 11.35/12.12/14.12 亿元), 同比增长 80%/-5%/21%, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 28x/29x/24x。我们保持公司 2020 年 38x-40x 的 PE 估值不变 (可比公司 2020 年 PE 均值为 40x), 上调目标价至 51.28-53.98 元 (前值是 43.03-45.30 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 产业链供给困难; 原材料价格上行; 终端需求放缓。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,002
流通 A 股 (百万股)	866.86
52 周内股价区间 (元)	18.66-40.22
总市值 (百万元)	37,813
总资产 (百万元)	8,772
每股净资产 (元)	6.44

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,183	4,636	6,394	6,794	8,138
+/-%	18.12	10.82	37.92	6.25	19.79
归属母公司净利润 (百万元)	727.16	752.57	1,353	1,286	1,562
+/-%	22.82	3.49	79.76	(4.94)	21.43
EPS (元, 最新摊薄)	0.73	0.75	1.35	1.28	1.56
PE (倍)	52.00	50.25	27.95	29.40	24.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

估值

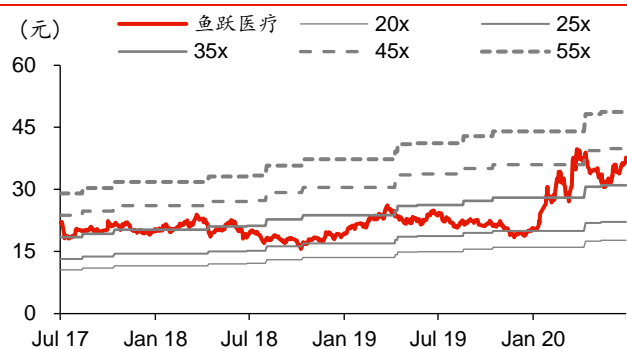
图表1：可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	P/E (x)		
	2020/7/7	2020/7/7	2019A	2020E	2021E
迈克生物	57.77	322	61x	48x	39x
理邦仪器	22.43	130	99x	34x	31x
乐心医疗	22.09	42	135x	38x	26x
三诺生物	32.39	183	73x	44x	39x
乐普医疗	42.08	750	43x	34x	26x
平均		285	82x	40x	32x
鱼跃医疗	37.72	378	50x	28x	29x

注：除鱼跃医疗外，其他可比公司均采用 Wind 一致性预期。

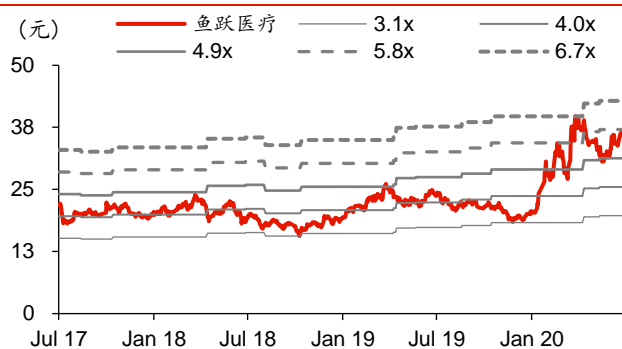
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：鱼跃医疗历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：鱼跃医疗历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,904	4,161	5,287	6,317	7,594
现金	1,661	1,563	1,601	2,130	2,680
应收账款	844.37	974.26	1,344	1,428	1,710
其他应收账款	87.88	45.43	62.66	66.58	79.75
预付账款	142.73	236.38	258.75	335.04	396.53
存货	654.94	926.09	992.77	1,291	1,531
其他流动资产	512.59	415.86	1,029	1,067	1,196
非流动资产	3,008	3,805	4,301	4,811	5,418
长期投资	154.65	180.85	180.85	180.85	180.85
固定投资	609.66	1,739	2,010	2,564	3,102
无形资产	600.75	589.13	577.89	567.01	556.50
其他非流动资产	1,643	1,296	1,532	1,500	1,579
资产总计	6,911	7,966	9,588	11,128	13,012
流动负债	1,135	1,575	1,840	2,089	2,406
短期借款	156.94	150.00	206.88	219.81	263.31
应付账款	516.09	517.09	566.01	732.90	867.41
其他流动负债	462.07	908.09	1,067	1,136	1,275
非流动负债	231.64	233.97	233.97	233.97	233.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	231.64	233.97	233.97	233.97	233.97
负债合计	1,367	1,809	2,074	2,323	2,640
少数股东权益	76.49	86.00	91.00	96.00	101.00
股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
资本公积	1,783	1,784	1,788	1,788	1,788
留存公积	2,677	3,280	4,633	5,919	7,480
归属母公司股东权益	5,468	6,071	7,423	8,709	10,271
负债和股东权益	6,911	7,966	9,588	11,128	13,012

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	798.14	614.20	602.32	1,177	1,293
净利润	727.16	752.57	1,353	1,286	1,562
折旧摊销	103.99	117.00	151.47	175.16	206.09
财务费用	(30.42)	(10.33)	(2.80)	(1.22)	(3.65)
投资损失	(35.64)	(23.66)	(23.66)	(23.66)	(23.66)
营运资金变动	(18.85)	(260.88)	(914.26)	(272.51)	(478.76)
其他经营现金	51.90	39.50	38.72	13.26	30.97
投资活动现金	(1,066)	(553.17)	(623.88)	(661.84)	(789.54)
资本支出	389.54	440.39	607.40	645.35	773.05
长期投资	712.65	131.90	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(35.96)	(19.12)	16.49	16.49	16.49
筹资活动现金	(146.87)	(166.20)	59.07	14.15	47.14
短期借款	106.94	(6.94)	56.88	12.93	43.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(345.08)	0.60	4.48	0.00	0.00
其他筹资现金	91.27	(159.86)	(2.29)	1.22	3.65
现金净增加额	(414.95)	(105.16)	37.50	529.36	550.20

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,183	4,636	6,394	6,794	8,138
营业成本	2,517	2,679	2,933	3,797	4,494
营业税金及附加	40.18	44.30	61.10	64.92	77.76
营业费用	536.80	630.09	1,023	883.16	1,058
管理费用	246.97	266.18	511.52	360.06	431.30
财务费用	(30.42)	(10.33)	(2.80)	(1.22)	(3.65)
资产减值损失	13.63	17.06	33.72	8.26	25.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(35.64)	(23.66)	(23.66)	(23.66)	(23.66)
营业利润	776.20	849.89	1,527	1,451	1,764
营业外收入	73.39	17.64	17.64	17.64	17.64
营业外支出	3.69	3.18	3.18	3.18	3.18
利润总额	845.89	864.34	1,541	1,465	1,778
所得税	95.00	102.77	183.23	174.22	211.40
净利润	750.89	761.57	1,358	1,291	1,567
少数股东损益	23.73	9.01	5.00	5.00	5.00
归属母公司净利润	727.16	752.57	1,353	1,286	1,562
EBITDA	932.74	1,112	1,996	1,842	2,262
EPS (元, 基本)	0.73	0.75	1.35	1.28	1.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	18.12	10.82	37.92	6.25	19.79
营业利润	13.65	9.49	79.63	(4.97)	21.56
归属母公司净利润	22.82	3.49	79.76	(4.94)	21.43
获利能力 (%)					
毛利率	39.83	42.21	54.13	44.10	44.77
净利率	17.38	16.23	21.16	18.93	19.19
ROE	13.58	13.04	20.05	15.94	16.45
ROIC	19.64	20.80	30.97	23.26	25.12
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.78	22.71	21.63	20.87	20.29
净负债比率 (%)	11.48	8.29	9.98	9.46	9.97
流动比率	3.44	2.64	2.87	3.02	3.16
速动比率	2.86	2.05	2.33	2.41	2.52
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.62	0.73	0.66	0.67
应收账款周转率	5.24	5.10	5.52	4.90	5.19
应付账款周转率	5.36	5.19	5.42	5.85	5.62
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	0.75	1.35	1.28	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.61	0.60	1.17	1.29
每股净资产(最新摊薄)	5.45	6.06	7.41	8.69	10.25
估值比率					
PE (倍)	52.00	50.25	27.95	29.40	24.21
PB (倍)	6.92	6.23	5.09	4.34	3.68
EV_EBITDA (倍)	40.54	33.99	18.94	20.52	16.72

免责声明

分析师声明

本人，代雯、孔垂岩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师代雯、孔垂岩本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司