

鱼跃医疗 (002223.SZ)

业绩增长超预期，抗疫产品出口高增长，国内常规产品增长环比加速

公司评级	买入
当前价格	32.54 元
合理价值	46.28 元
前次评级	买入
报告日期	2020-10-22

核心观点:

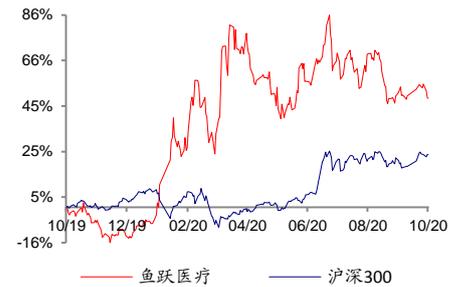
- **公司业绩增长超预期。**公司公告 2020 年三季报，2020 前三季度公司实现营收 48.48 亿元 (YoY+36.3%)，扣非归母净利润 13.93 亿元 (YoY+103.2%)。2020Q3 单季度营收 14.27 亿元 (YoY+35.3%)，归母净利润 3.91 亿元 (YoY+117.7%)，扣非归母净利润 3.70 亿元 (YoY+112.5%)，业绩超过半年报披露预告上限。公司预告 2020 年全年累计净利润 16.56 亿元-17.31 亿元，增长 120%-130%。
- **抗疫产品出口保持高增长，国内常规业务增长环比加速。**预计 2020Q3 单季度公司抗疫产品出口业务保持较高增长，公司前三季度合同负债较半年报合同负债有所下降，主要与三季度公司逐步交付海外订单有关，近期海外疫情反弹，预计公司海外抗疫产品订单仍较为饱满。国内业务中家用医疗器械、医用临床器械继续恢复，电子血压计、血糖试纸条预计环比增长继续加速。
- **期间费用控制良好。**2020Q3 单季度销售费用率 9.24%，较同期降低约 4.5pct，主要与海外销售费用较低有关，管理费用率 5.12%，较同期降低约 0.9pct，研发费用率 5.34%，较同期提高约 0.4pct，主要与研发投入增加、扩充研发人员队伍有关，整体期间费用控制良好。
- **预计 20-22 年 EPS 分别为 1.70 元/股、1.59 元/股、1.76 元/股。**考虑公司海外业务保持较快增长，上调今年盈利预测，公司新产品逐步放量，海外疫情防控产品的销售为公司带来增量，维持此前公司合理价值 46.28 元/股的观点不变，对应 20 年 PE27X，给予“买入”评级。
- **风险提示。**抗疫相关产品销售不及预期，医用临床产品集采降价超预期，新产品销售不及预期等。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,183	4,636	6,357	6,984	8,317
增长率 (%)	18.1	10.8	37.1	9.9	19.1
EBITDA (百万元)	794	898	1,988	1,826	2,004
归母净利润 (百万元)	727	753	1,702	1,591	1,769
增长率 (%)	22.8	3.5	126.2	-6.5	11.2
EPS (元/股)	0.73	0.75	1.70	1.59	1.76
市盈率 (P/E)	27.03	27.07	19.16	20.50	18.44
ROE (%)	13.3	12.4	22.5	17.8	17.0
EV/EBITDA	22.87	21.11	14.95	16.19	14.21

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

相关研究:

- 鱼跃医疗 (002223.SZ): 业绩 2020-08-16
接近半年度修正预告上限, 增长亮眼
- 鱼跃医疗 (002223.SZ): 抗疫 2020-07-09
产品出口贡献增量, 国内常规产品销售逐步恢复
- 鱼跃医疗 (002223.SZ): 抗疫 2020-04-20
产品提升整体毛利率, 推动公司 2020 年业绩高速增长

联系人:

李东升 021-38003666

lidongsheng@gf.com.cn

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,904	4,161	6,647	7,237	9,110
货币资金	1,661	1,563	2,896	3,061	4,143
应收及预付	1,385	1,211	2,191	2,360	2,798
存货	655	926	1,058	1,313	1,662
其他流动资产	202	461	503	502	507
非流动资产	3,008	3,805	3,966	4,068	4,137
长期股权投资	155	181	181	181	181
固定资产	610	1,739	1,815	1,851	1,875
在建工程	555	29	129	209	269
无形资产	601	589	575	560	545
其他长期资产	1,088	1,267	1,267	1,267	1,267
资产总计	6,911	7,966	10,614	11,305	13,247
流动负债	1,135	1,575	2,676	1,937	2,373
短期借款	157	150	0	0	0
应付及预收	638	1,124	2,305	1,492	1,832
其他流动负债	340	302	372	446	542
非流动负债	232	234	234	234	234
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	232	234	234	234	234
负债合计	1,367	1,809	2,910	2,171	2,607
股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
资本公积	1,783	1,784	1,784	1,784	1,784
留存收益	2,677	3,280	4,768	6,156	7,619
归属母公司股东权益	5,468	6,071	7,559	8,947	10,410
少数股东权益	76	86	145	187	229
负债和股东权益	6,911	7,966	10,614	11,305	13,247

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,183	4,636	6,357	6,984	8,317
营业成本	2,517	2,679	3,017	3,687	4,494
营业税金及附加	40	44	36	38	45
销售费用	537	630	763	873	1,040
管理费用	247	266	337	335	416
研发费用	152	235	337	349	449
财务费用	-30	-10	-30	-45	-54
资产减值损失	14	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	36	24	25	24	25
营业利润	776	850	1,990	1,841	2,038
营业外收支	70	14	0	0	0
利润总额	846	864	1,990	1,841	2,038
所得税	95	103	229	208	226
净利润	751	762	1,761	1,633	1,812
少数股东损益	24	9	59	42	43
归属母公司净利润	727	753	1,702	1,591	1,769
EBITDA	794	898	1,988	1,826	2,004
EPS (元)	0.73	0.75	1.70	1.59	1.76

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	798	614	1,953	570	1,559
净利润	751	762	1,761	1,633	1,812
折旧摊销	104	117	120	125	130
营运资金变动	-11	-263	97	-1,163	-355
其它	-46	-1	-25	-26	-27
投资活动现金流	-1,066	-553	-227	-159	-118
资本支出	-387	-440	-252	-184	-143
投资变动	-713	-132	0	0	0
其他	33	19	25	24	25
筹资活动现金流	-147	-166	-394	-245	-360
银行借款	177	157	-150	0	0
股权融资	2	0	0	0	0
其他	-326	-323	-244	-245	-360
现金净增加额	-392	-98	1,333	166	1,081
期初现金余额	2,053	1,661	1,563	2,896	3,061
期末现金余额	1,661	1,562	2,896	3,061	4,143

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	18.1%	10.8%	37.1%	9.9%	19.1%
营业利润增长	13.6%	9.5%	134.2%	-7.5%	10.7%
归母净利润增长	22.8%	3.5%	126.2%	-6.5%	11.2%
获利能力					
毛利率	39.8%	42.2%	52.5%	47.2%	46.0%
净利率	17.9%	16.4%	27.7%	23.4%	21.8%
ROE	13.3%	12.4%	22.5%	17.8%	17.0%
ROIC	10.7%	10.9%	21.5%	16.5%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	19.8%	22.7%	27.4%	19.2%	19.7%
净负债比率	24.6%	29.4%	37.8%	23.8%	24.5%
流动比率	3.44	2.64	2.48	3.74	3.84
速动比率	2.74	1.90	1.95	2.89	2.99
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.58	0.60	0.62	0.63
应收账款周转率	4.95	4.76	4.87	4.80	4.74
存货周转率	6.39	5.01	6.01	5.32	5.00
每股指标 (元)					
每股收益	0.73	0.75	1.70	1.59	1.76
每股经营现金流	0.80	0.61	1.95	0.57	1.56
每股净资产	5.45	6.06	7.54	8.92	10.38
估值比率					
P/E	27.03	27.07	19.16	20.50	18.44
P/B	3.60	3.36	4.32	3.65	3.13
EV/EBITDA	22.87	21.11	14.95	16.19	14.21

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：研究助理，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：研究助理，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。