



买入（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：31.90

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

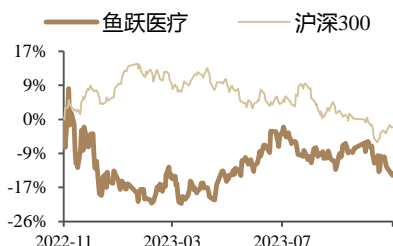
邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

王艳

资格编号：S0120523080001

邮箱：wangyan5@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-8.62	-2.57	-5.23
相对涨幅(%)	-6.67	0.83	3.71

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《——鱼跃医疗 23 年半年报点评-鱼跃医疗 (002223.SZ): Q2 符合理想预期, 持续迎来新成长阶段》, 2023.9.5
- 《——鱼跃医疗 22 年报及 23 年一季报点评-鱼跃医疗 (002223.SZ): 23 年预计各业务回归正常增长, 新战略赛道迎收获期》, 2023.5.4

鱼跃医疗(002223.SZ): 盈利能力持续优化, CGM 新品上市带动糖尿病护理高速增长

——鱼跃医疗 2023 年三季度报点评

投资要点

- 事件描述**: 2023 年 10 月 24 日, 公司发布 2023 年三季度报告。2023Q1-Q3 公司实现营业收入 66.63 亿元, 同比增长 30.23%; 实现归母净利润 21.91 亿元, 同比增长 92.93%; 实现扣非归母净利润 16.70 亿元, 同比增长 74.09%。单季度来看, 2023Q3 公司实现营业收入 16.83 亿元, 同比增长 7.65%; 实现归母净利润 6.97 亿元, 同比增长 100.40%; 实现扣非归母净利润 4.15 亿元, 同比增长 29.86%。
- 盈利能力持续优化, 受资产处置收益影响利润端翻倍增长**。从财务端来看, 公司 Q3 单季度实现毛利率 51.2%, 同比提升 5.2pct, 销售费用率 14.4%, 同比下降 0.5pct; 管理费用率 5.3%, 同比下降 1.1pct; 研发费用率 7.3%, 同比下降 0.5pct, 费用端持续优化趋势明显。利润端来看, 公司 23Q3 单季度实现归母净利率 41%, 同比提高 19pct, 核心受 2.9 亿资产处置收益影响, 归母净利润 6.97 亿元, 同比 100%翻倍增长, 扣非后依旧保持近 30%高增速, 当前高毛利新品上市、收入结构优化正持续带动公司盈利能力提升。
- 呼吸治疗板块稳健增长, 糖尿病护理板块增长加速**。分业务来看, 根据公司最新投资者调研纪要, 2023 年单三季度呼吸治疗板块核心产品制氧机、呼吸机以及雾化器三大品类均保持稳定增长; 糖尿病护理板块受 CGM 新品 CT3 系列新上市拉动, Q3 单季度增长加速; 消毒感控业务较去年同期特殊背景下的高基数有所下降。
- 战略清晰化+产品高端化+国际化有望夯实公司发展**。战略清晰化+产品高端化+国际化将夯实公司发展, 新发布员工持股计划彰显长期发展信心。公司 2023 年 9 月 13 日发布 2023 年度员工持股计划(草案), 设定业绩增速目标为 2019-2025 年净利润 CAGR 高达 21%; 23 年股权激励业绩目标 23、24、25 净利润不低于 20、20.3、23.4 亿(同比 24 年增长 15%), 抛开疫情扰动对应净利润 CAGR 将达到 21%。我们认为, 随着公司疫后品牌度提升、营销体系完善、研发体系和研发团队建设健全。新一代产品 CT3 上市有望持续贡献增长点。自研 AED、POCT 等业务有望为未来几年增长添力, 持续打开公司收入空间。
- 盈利预测与估值**: 战略清晰化+产品高端化+国际化有望夯实公司发展, 我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 86/94/109 亿, 同比增速为 21%/9%/16%; 净利润为 25/22/25 亿, 同比增速为 55%/-12%/15%, 对应 PE 为 13/15/13 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示**: 产品研发进度不及预期; 新产品推广不及预期; 海外业务拓展不及预期; 疫情反复影响消费需求释放

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,002.48		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	941.12	营业收入(百万元)	6,894	7,102	8,574	9,379	10,862
52 周内股价区间(元):	29.28-40.02	(+/-)YOY(%)	2.5%	3.0%	20.7%	9.4%	15.8%
总市值(百万元):	31,979.01	净利润(百万元)	1,482	1,595	2,479	2,183	2,514
总资产(百万元):	15,782.63	(+/-)YOY(%)	-15.7%	7.6%	55.4%	-11.9%	15.1%
每股净资产(元):	11.52	全面摊薄 EPS(元)	1.49	1.61	2.47	2.18	2.51
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	48.3%	48.1%	50.8%	50.0%	50.3%
		净资产收益率(%)	17.9%	16.2%	20.6%	15.8%	15.8%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.61	2.47	2.18	2.51
每股净资产	9.84	12.01	13.82	15.89
每股经营现金流	2.30	1.60	2.26	2.59
每股股利	0.30	0.30	0.37	0.44
价值评估(倍)				
P/E	19.79	12.90	14.65	12.72
P/B	3.24	2.66	2.31	2.01
P/S	4.50	3.73	3.41	2.94
EV/EBITDA	16.39	11.38	10.12	8.12
股息率%	0.9%	0.9%	1.2%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	48.1%	50.8%	50.0%	50.3%
净利润率	22.5%	28.9%	23.3%	23.1%
净资产收益率	16.2%	20.6%	15.8%	15.8%
资产回报率	10.6%	14.5%	11.4%	11.6%
投资回报率	10.7%	13.1%	12.3%	12.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.0%	20.7%	9.4%	15.8%
EBIT 增长率	-2.5%	47.6%	6.1%	17.2%
净利润增长率	7.6%	55.4%	-11.9%	15.1%
偿债能力指标				
资产负债率	33.3%	28.2%	26.8%	25.7%
流动比率	3.1	4.0	4.3	4.6
速动比率	2.6	3.5	3.8	4.0
现金比率	1.5	2.2	2.6	2.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.2	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	149.5	110.0	110.0	110.0
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	3.4	3.9	4.1	4.5

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,595	2,479	2,183	2,514
少数股东损益	-22	2	7	13
非现金支出	377	225	239	246
非经营收益	-385	-560	-114	-89
营运资金变动	740	-538	-46	-90
经营活动现金流	2,305	1,608	2,269	2,593
资产	-178	59	-364	-363
投资	-349	-57	-58	-54
其他	109	50	80	80
投资活动现金流	-418	52	-342	-338
债权募资	506	195	100	100
股权募资	291	0	0	0
其他	-442	-301	-370	-440
融资活动现金流	355	-106	-270	-340
现金净流量	2,378	1,554	1,657	1,916

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 9 日
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7,102	8,574	9,379	10,862
营业成本	3,684	4,216	4,686	5,394
毛利率%	48.1%	50.8%	50.0%	50.3%
营业税金及附加	70	87	96	111
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	1,031	1,132	1,219	1,412
营业费用率%	14.5%	13.2%	13.0%	13.0%
管理费用	420	377	431	500
管理费用率%	5.9%	4.4%	4.6%	4.6%
研发费用	496	514	563	652
研发费用率%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%
EBIT	1,522	2,247	2,384	2,794
财务费用	-96	-40	5	10
财务费用率%	-1.4%	-0.5%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-104	-10	-10	-10
投资收益	129	50	80	80
营业利润	1,842	2,969	2,581	2,979
营业外收支	1	-40	4	4
利润总额	1,842	2,929	2,585	2,983
EBITDA	1,783	2,451	2,603	3,020
所得税	270	448	396	456
有效所得税率%	14.6%	15.3%	15.3%	15.3%
少数股东损益	-22	2	7	13
归属母公司所有者净利润	1,595	2,479	2,183	2,514

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,838	6,392	8,049	9,965
应收账款及应收票据	647	705	771	893
存货	1,509	1,261	1,402	1,616
其它流动资产	2,879	3,181	3,227	3,309
流动资产合计	9,873	11,538	13,449	15,782
长期股权投资	243	262	281	301
固定资产	2,099	2,203	2,306	2,404
在建工程	24	36	46	50
无形资产	520	576	579	581
非流动资产合计	5,222	5,525	5,762	5,962
资产总计	15,095	17,063	19,211	21,744
短期借款	55	150	150	150
应付票据及应付账款	1,447	1,225	1,361	1,567
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,683	1,499	1,591	1,732
流动负债合计	3,186	2,874	3,102	3,448
长期借款	1,509	1,609	1,709	1,809
其它长期负债	333	333	333	333
非流动负债合计	1,843	1,943	2,043	2,143
负债总计	5,029	4,817	5,145	5,591
实收资本	1,002	1,002	1,002	1,002
普通股股东权益	9,860	12,038	13,851	15,925
少数股东权益	206	209	215	228
负债和所有者权益合计	15,095	17,063	19,211	21,744

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。