

鱼跃医疗 (002223)

糖尿病护理板块实现快速发展，CGM 业务未来可期

事件：公司发布了 2021 年半年度报告。2021 年上半年，公司实现营业收入 35.93 亿元，同比增长 5.03%，实现归属于上市公司股东净利润 9.63 亿元，同比下降 13.99%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8.80 亿元，同比下降 13.92%。

点评：持续看好公司三大战略布局，未来呼吸、血糖，感控是在未来公司战略发展规划中重点聚焦的三大领域。这三条业务赛道有市场空间大，国内渗透率低等特点。以海外同赛道成熟企业的市值来推估公司的发展潜力，血糖领域的德康，呼吸领域的瑞思迈以及感控领域的艺康均是千亿市值的上市公司。

疫情回归常态化，经营回归稳健增长。单季度来看，第二季度公司实现了营业收入 19.31 亿元，环比增长 16.19%，实现归属于上市公司股东净利润 5.03 亿元，环比增长 9.59%。公司期间费用 7.47 亿元，公司通过严格可靠的成本管理手段与供应链体系，不断降本增效，实现精益化成果，虽较去年同期疫情形势下产品结构有所不同，但仍实现销售毛利率 50.48%，相比 2019 年上半年增长 8.81%。

公司在此次报告中对主营业务分类表述进行了重新调整，公司各主要业务领域成长情况得到了更细化地披露。主要分为呼吸治疗解决方案、糖尿病护理解决方案、感染控制解决方案：

糖尿病护理解决方案实现发展，CGM 业务未来可期。公司糖尿病相关产品业务的成长速度令人瞩目，今年上半年实现营收 2.05 亿元，同比增长 130.15%，占总体营业收入的比例由去年同期的 2.60% 提升至 5.69%。糖尿病产品销量的增长幅度较大的主要原因系公司上半年在血糖业务进行了多规格、多渠道的持续发力，且去年同期该板块线下业务开展受疫情影响较大。公司于今年五月收购凯立特，凯立特 CGM 业务有望受益公司协同作用，加速导入院内，驱动公司该板块业务持续增长。

明确三大核心成长赛道，孵化业务进一步规划布局。在呼吸领域，公司呼吸治疗解决方案板块依旧保持稳定增速，其中制氧机产品国内外业务成长显著，同比增速超过 160%，雾化产品较去年同期销售业务增长显著，同比增速达 220%。在家用 POCT 领域，公司家用类电子检测及体外诊断业务主要产品电子血压计产品同比增速近 110%。在其他领域，公司 AED 产品销售持续提升，康复及临床器械板块业务增长势头较好，其中轮椅类产品销售持续恢复，同比增速超过 120%，针灸类产品同比增速超 23%，各类康复护理类产品销售较去年同期均有较快成长。

投资建议：看好公司三大战略布局，未来呼吸、血糖，感控是在未来公司战略发展规划中重点聚焦的三大领域。看好公司的线上营销能力和品牌价值管理能力。我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润 13.33/16.00/20.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：家用医疗市场增长不及预期，产能不足风险、贸易摩擦风险、海外诉讼风险、不同市场体系估值差异风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,635.93	6,725.69	6,630.69	7,627.62	9,242.46
增长率(%)	10.82	45.08	(1.41)	15.04	21.17
EBITDA(百万元)	1,140.51	2,691.21	1,631.00	1,897.57	2,411.48
净利润(百万元)	752.57	1,759.06	1,332.64	1,599.51	2,059.79
增长率(%)	3.49	133.74	(24.24)	20.03	28.78
EPS(元/股)	0.75	1.75	1.33	1.60	2.05
市盈率(P/E)	50.61	21.65	28.58	23.81	18.49
市净率(P/B)	6.27	5.12	4.56	4.04	3.48
市销率(P/S)	8.21	5.66	5.74	4.99	4.12
EV/EBITDA	16.23	9.02	21.54	17.08	13.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医疗器械
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	37.99 元
目标价格	59.85 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,002.48
流通 A 股股本(百万股)	944.43
A 股总市值(百万元)	38,084.10
流通 A 股市值(百万元)	35,878.93
每股净资产(元)	7.73
资产负债率(%)	31.67
一年内最高/最低(元)	41.77/25.42

作者

潘暕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005	
panjian@tfzq.com	
杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
许俊峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110003	
xujunfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《鱼跃医疗-公司深度研究:医疗电子国产化龙头，加速细分市场渗透》2021-06-20
- 2 《鱼跃医疗-年报点评报告:受国内外疫情影响，2020Q1 业绩实现高速增长》2020-04-20
- 3 《鱼跃医疗-半年报点评:上半年业绩稳健增长，院内院外共同发展》2019-08-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,563.09	2,774.90	2,381.39	5,170.23	4,785.70
应收票据及应收账款	974.26	546.81	2,227.17	739.13	2,855.16
预付账款	236.38	58.42	345.04	90.82	406.29
存货	926.09	968.43	831.76	1,282.95	1,216.03
其他	461.29	969.15	832.91	462.78	480.84
流动资产合计	4,161.12	5,317.70	6,618.27	7,745.91	9,744.03
长期股权投资	180.85	211.15	211.15	211.15	211.15
固定资产	1,738.71	1,843.48	1,786.45	1,746.29	1,703.24
在建工程	29.04	18.70	47.22	76.33	75.80
无形资产	589.13	554.37	536.93	519.49	502.05
其他	1,266.89	2,102.56	1,443.57	1,581.30	1,680.82
非流动资产合计	3,804.61	4,730.26	4,025.33	4,134.56	4,173.05
资产总计	7,965.73	10,065.25	10,649.36	11,888.15	13,927.33
短期借款	150.00	640.51	400.00	300.00	400.00
应付票据及应付账款	942.35	926.86	669.86	1,302.78	1,087.63
其他	482.83	762.54	909.50	537.28	1,170.67
流动负债合计	1,575.18	2,329.91	1,979.35	2,140.06	2,658.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	233.97	240.44	235.35	236.59	237.46
非流动负债合计	233.97	240.44	235.35	236.59	237.46
负债合计	1,809.15	2,570.35	2,214.70	2,376.65	2,895.76
少数股东权益	86.00	57.58	75.57	88.49	102.53
股本	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48	1,002.48
资本公积	1,783.96	1,784.01	1,784.01	1,784.01	1,784.01
留存收益	5,063.62	6,427.53	7,356.61	8,420.54	9,926.56
其他	(1,779.49)	(1,776.70)	(1,784.01)	(1,784.01)	(1,784.01)
股东权益合计	6,156.57	7,494.90	8,434.66	9,511.51	11,031.57
负债和股东权益总计	7,965.73	10,065.25	10,649.36	11,888.15	13,927.33

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	761.57	1,756.61	1,332.64	1,599.51	2,059.79
折旧摊销	117.00	213.99	105.95	108.49	111.02
财务费用	2.36	153.31	(10.84)	(31.76)	(46.17)
投资损失	(23.66)	(127.10)	(12.00)	(36.00)	0.00
营运资金变动	(842.60)	751.56	(1,366.28)	1,485.42	(2,163.05)
其它	599.52	82.47	(197.11)	(286.86)	(85.64)
经营活动现金流	614.20	2,830.85	(147.64)	2,838.80	(124.06)
资本支出	711.45	314.19	65.09	78.76	49.13
长期投资	26.20	30.29	0.00	0.00	0.00
其他	(1,290.82)	(1,902.79)	330.54	475.32	98.31
投资活动现金流	(553.17)	(1,558.30)	395.63	554.08	147.44
债权融资	150.00	640.51	400.00	300.00	400.00
股权融资	11.15	(124.39)	4.14	32.38	46.79
其他	(327.35)	(969.78)	(1,045.63)	(936.42)	(854.70)
筹资活动现金流	(166.20)	(453.66)	(641.50)	(604.04)	(407.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(105.16)	818.88	(393.50)	2,788.84	(384.53)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,635.93	6,725.69	6,630.69	7,627.62	9,242.46
营业成本	2,679.18	3,182.54	3,182.73	3,623.12	4,390.17
营业税金及附加	44.30	61.97	62.71	71.77	86.52
营业费用	630.09	754.06	855.36	976.34	1,201.52
管理费用	266.18	359.67	371.32	457.66	573.03
研发费用	235.07	401.52	404.47	457.66	600.76
财务费用	(10.33)	127.90	(10.84)	(31.76)	(46.17)
资产减值损失	(4.38)	(35.98)	25.00	(12.00)	(10.00)
公允价值变动收益	0.00	(0.32)	(216.05)	(300.00)	(100.00)
投资净收益	23.66	127.10	12.00	36.00	0.00
其他	(77.72)	(262.44)	408.10	528.00	200.00
营业利润	849.89	2,009.67	1,535.88	1,820.84	2,346.63
营业外收入	17.64	15.60	0.00	16.62	16.11
营业外支出	3.18	6.62	0.00	4.90	5.76
利润总额	864.34	2,018.65	1,535.88	1,832.56	2,356.98
所得税	102.77	262.04	184.31	219.91	282.84
净利润	761.57	1,756.61	1,351.58	1,612.65	2,074.14
少数股东损益	9.01	(2.45)	18.94	13.14	14.36
归属于母公司净利润	752.57	1,759.06	1,332.64	1,599.51	2,059.79
每股收益（元）	0.75	1.75	1.33	1.60	2.05

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	10.82%	45.08%	-1.41%	15.04%	21.17%
营业利润	9.49%	136.46%	-23.58%	18.55%	28.88%
归属于母公司净利润	3.49%	133.74%	-24.24%	20.03%	28.78%
获利能力					
毛利率	42.21%	52.68%	52.00%	52.50%	52.50%
净利率	16.23%	26.15%	20.10%	20.97%	22.29%
ROE	12.40%	23.65%	15.94%	16.97%	18.85%
ROIC	20.05%	44.15%	39.12%	29.10%	53.87%
偿债能力					
资产负债率	22.71%	25.54%	20.80%	19.99%	20.79%
净负债率	-22.95%	-28.48%	-23.49%	-51.20%	-39.76%
流动比率	2.64	2.29	3.35	3.62	3.67
速动比率	2.05	1.87	2.93	3.02	3.21
营运能力					
应收账款周转率	4.18	8.84	4.78	5.14	5.14
存货周转率	5.86	7.10	7.37	7.21	7.40
总资产周转率	0.62	0.75	0.64	0.68	0.72
每股指标（元）					
每股收益	0.75	1.75	1.33	1.60	2.05
每股经营现金流	0.61	2.82	-0.15	2.83	-0.12
每股净资产	6.06	7.42	8.34	9.40	10.90
估值比率					
市盈率	50.61	21.65	28.58	23.81	18.49
市净率	6.27	5.12	4.56	4.04	3.48
EV/EBITDA	16.23	9.02	21.54	17.08	13.65
EV/EBIT	17.73	9.59	23.04	18.12	14.31

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com