

鱼跃医疗 (002223.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新一代 CGM 产品获批，糖尿病业务步入新阶段

事件

2023年3月15日，公司发布公告称，控股子公司浙江凯立特收到了国家药监局颁发的关于持续葡萄糖监测系统（CGM）的《医疗器械注册证》，型号、规格包括 CT3、CT3A、CT3B、CT3C、CT15，产品用于糖尿病成年患者（≥18岁）的组织间液葡萄糖水平的连续或定期监测。

经营分析

CGM 产品临床优势明显，国内市场仍处于早期发展阶段。与传统指血血糖仪不同，持续血糖监测通过 24 小时的连续监测组织液中的葡萄糖水平，可更全面的获得身体葡萄糖水平的趋势数据，有助于更精确的调整用药改善血糖水平，相较于传统的指血血糖仪具有较强优势，目前在中国还属于新兴市场，国内有能力实现技术突破且形成销售规模的厂商较少，未来拓展空间巨大。

公司新产品 14 天免校准，有望引领国产 CGM 放量趋势。新产品可提供并存储实时葡萄糖值，供用户跟踪葡萄糖浓度变化的趋势。如葡萄糖水平低于或高于预设值，产品可发出提醒。葡萄糖传感器仅供单个用户使用，不需要用户进行校准，使用时间最长 14 天。新产品是公司在糖尿病护理解决方案领域的重要突破，未来将充分发挥相关产品在临床效果、舒适性、便携性、安全性以及数字化管理方面的优势，引领国产 CGM 实现销售放量。

子公司研发能力突出，持续血糖监测产品不断升级迭代。浙江凯立特拥有在糖尿病及传感器技术领域耕耘数十年的研发团队及领军人才，此前已推出“安耐糖”持续血糖监测产品。此次公司新上市的第三代 CGM 产品在相较于此前 CT2 产品各类性能上有显著提升，未来还将持续研发更多新品种，为公司糖尿病领域业务提供更加稳定的增长动力。

盈利预测、估值与评级

我们看好公司在呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心赛道的潜力，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 14.90、17.81、20.89 亿元，同比增长 1%、20%、17%，EPS 分别为 1.49、1.78、2.08 元，对应 PE 为 21、18、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品研发不达预期风险；产品推广不达预期风险；收购整合不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；商誉风险

医疗组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

联系人：何冠洲

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价（人民币）：31.67 元

相关报告：

- 《高基数导致业绩承压，研发投入持续提升-鱼跃医疗 2022 三季报...》，2022.10.25
- 《子公司引入战略投资者，急救业务有望加速-鱼跃医疗事件点评》，2022.9.20
- 《高基数致使短期业绩承压，常规业务显著增长-鱼跃医疗 22 年中报...》，2022.8.24



公司基本情况（人民币）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,726	6,894	7,026	8,273	9,568
营业收入增长率	45.08%	2.51%	1.91%	17.75%	15.65%
归母净利润(百万元)	1,759	1,482	1,490	1,781	2,089
归母净利润增长率	133.74%	-15.73%	0.53%	19.52%	17.27%
摊薄每股收益(元)	1.755	1.479	1.487	1.777	2.084
每股经营性现金流净额	2.82	1.20	1.46	1.73	2.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.65%	17.92%	15.86%	16.53%	16.83%
P/E	16.08	25.56	21.30	17.82	15.20
P/B	3.80	4.58	3.38	2.95	2.56

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	4,636	6,726	6,894	7,026	8,273	9,568
增长率		45.1%	2.5%	1.9%	17.7%	15.7%
主营业务成本	-2,679	-3,183	-3,565	-3,703	-4,385	-5,061
%销售收入	57.8%	47.3%	51.7%	52.7%	53.0%	52.9%
毛利	1,957	3,543	3,329	3,323	3,888	4,507
%销售收入	42.2%	52.7%	48.3%	47.3%	47.0%	47.1%
营业税金及附加	-44	-62	-66	-70	-83	-96
%销售收入	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-630	-754	-945	-984	-1,117	-1,292
%销售收入	13.6%	11.2%	13.7%	14.0%	13.5%	13.5%
管理费用	-266	-360	-389	-365	-414	-459
%销售收入	5.7%	5.3%	5.6%	5.2%	5.0%	4.8%
研发费用	-235	-402	-426	-492	-579	-670
%销售收入	5.1%	6.0%	6.2%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	781	1,966	1,504	1,412	1,696	1,990
%销售收入	16.8%	29.2%	21.8%	20.1%	20.5%	20.8%
财务费用	10	-128	9	-46	-26	1
%销售收入	-0.2%	1.9%	-0.1%	0.7%	0.3%	0.0%
资产减值损失	-17	-22	-48	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	114	120	126
投资收益	24	127	116	120	130	140
%税前利润	2.7%	6.3%	6.8%	7.0%	6.3%	5.8%
营业利润	850	2,010	1,688	1,700	2,035	2,389
营业利润率	18.3%	29.9%	24.5%	24.2%	24.6%	25.0%
营业外收支	14	9	14	15	15	15
税前利润	864	2,019	1,702	1,715	2,050	2,404
利润率	18.6%	30.0%	24.7%	24.4%	24.8%	25.1%
所得税	-103	-262	-218	-223	-267	-313
所得税率	11.9%	13.0%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	762	1,757	1,484	1,492	1,784	2,092
少数股东损益	9	-2	2	2	2	3
归属于母公司的净利润	753	1,759	1,482	1,490	1,781	2,089
净利率	16.2%	26.2%	21.5%	21.2%	21.5%	21.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	762	1,757	1,484	1,492	1,784	2,092
少数股东损益	9	-2	2	2	2	3
非现金支出	134	236	291	209	224	239
非经营收益	-18	-15	-109	-146	-163	-179
营运资金变动	-263	854	-465	-96	-105	-106
经营活动现金净流	614	2,831	1,201	1,459	1,739	2,045
资本开支	-440	-678	-284	-168	-184	-200
投资	-132	-962	-2,125	-16	-16	-16
其他	19	81	580	120	130	140
投资活动现金净流	-553	-1,558	-1,829	-64	-70	-76
股权募资	0	2	149	-15	0	0
债权募资	-7	442	838	-218	0	0
其他	-159	-898	-212	-456	-503	-553
筹资活动现金净流	-166	-454	775	-689	-503	-553
现金净流量	-98	706	119	706	1,166	1,415

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,563	2,775	2,394	3,095	4,258	5,671
应收款项	1,291	847	819	993	1,170	1,353
存货	926	968	1,266	1,167	1,381	1,595
其他流动资产	381	745	2,387	2,571	2,716	2,867
流动资产	4,161	5,335	6,864	7,826	9,525	11,485
%总资产	52.2%	53.0%	57.2%	60.4%	65.1%	69.2%
长期投资	383	881	1,121	1,137	1,153	1,169
固定资产	1,768	1,862	1,972	1,911	1,850	1,790
%总资产	22.2%	18.5%	16.4%	14.8%	12.6%	10.8%
无形资产	1,379	1,433	1,812	1,849	1,887	1,925
非流动资产	3,805	4,730	5,133	5,124	5,115	5,108
%总资产	47.8%	47.0%	42.8%	39.6%	34.9%	30.8%
资产总计	7,966	10,065	11,998	12,949	14,640	16,593
短期借款	150	641	41	16	16	16
应付款项	1,099	999	1,192	1,181	1,396	1,611
其他流动负债	326	690	597	657	753	854
流动负债	1,575	2,330	1,830	1,854	2,166	2,481
长期贷款	0	0	1,459	1,459	1,459	1,459
其他长期负债	234	240	280	82	79	77
负债	1,809	2,570	3,568	3,395	3,703	4,016
普通股股东权益	6,071	7,437	8,272	9,395	10,775	12,412
其中：股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
未分配利润	2,911	4,138	5,318	6,457	7,837	9,475
少数股东权益	86	58	158	160	162	165
负债股东权益合计	7,966	10,065	11,998	12,949	14,640	16,593

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.751	1.755	1.479	1.487	1.777	2.084
每股净资产	6.056	7.419	8.252	9.372	10.748	12.382
每股经营现金净流	0.613	2.824	1.198	1.455	1.735	2.039
每股股利	0.400	0.300	0.300	0.350	0.400	0.450
回报率						
净资产收益率	12.40%	23.65%	17.92%	15.86%	16.53%	16.83%
总资产收益率	9.45%	17.48%	12.36%	11.51%	12.17%	12.59%
投入资本收益率	10.84%	20.90%	13.13%	11.09%	11.84%	12.27%
增长率						
主营业务收入增长率	10.82%	45.08%	2.51%	1.91%	17.75%	15.65%
EBIT 增长率	13.21%	151.68%	-23.52%	-6.08%	20.09%	17.35%
净利润增长率	3.49%	133.74%	-15.73%	0.53%	19.52%	17.27%
总资产增长率	15.25%	26.36%	19.20%	7.93%	13.06%	13.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.6	41.3	28.1	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	107.7	108.6	114.4	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	99.3	107.2	97.4	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	136.9	100.0	103.3	98.0	80.4	67.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-22.95%	-36.70%	-37.66%	-42.03%	-48.45%	-54.36%
EBIT 利息保障倍数	-75.6	15.4	-174.1	30.6	66.0	-1,717.9
资产负债率	22.71%	25.54%	29.74%	26.22%	25.30%	24.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-09	买入	34.44	30.00~45.00
2	2022-04-24	买入	24.95	N/A
3	2022-04-28	买入	22.19	N/A
4	2022-08-24	买入	27.12	N/A
5	2022-09-20	买入	27.05	N/A
6	2022-10-25	买入	28.80	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402