

2024年05月13日

鱼跃医疗 (002223.SZ)

—— 创新重塑成长，家用器械平台龙头焕发新活力

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- **投资逻辑：公司是平台型家用器械龙头，2020年新管理层上任后积极布局呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大高成长赛道，疫情期间产品远销全球，品牌影响力进一步扩大。持续看好公司长期成长空间，及海外市场潜力。**
- **创新重塑，聚焦三大核心赛道。**2020年新管理层上任后提出“创新重塑医疗器械”新战略，积极布局成长性业务，开始重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心成长赛道，研发力度持续增加。**1) 呼吸与制氧：**我国 COPD 及 OSA 患者数量庞大，诊断率低，治疗渗透率提升空间大，而家用无创呼吸机是治疗 OSA 和 COPD 患者的主要手段之一。2020年疫情发生后，鱼跃份额从2019年的4.6%增长至2020年7.3%，为国产头部厂商。最新产品第三代呼吸机已于2023年获批，有望凭借丰富的产品梯队+高品牌认知度，在呼吸机板块保持稳定的龙头地位。**2) 血糖及 POCT：**鱼跃通过传统血糖仪领域的多年深耕，已经成为国产龙头之一。2021年通过收购凯利特进军 CGM 领域，进一步强化血糖监测板块实力，并协同传统血糖仪产品的线上线下渠道，积极推广 CGM 产品。2023年上市的最新一代 CGM 产品 CT15，从尺寸、精准度、使用依从性等方面来讲相比 CT2 均有大幅提升，产品力进一步增强。POCT 市场保持约 10-20% 的较快增长，鱼跃产品线丰富，且有多款产品处于在研阶段，产品矩阵持续拓宽，竞争力有望逐步提升。**3) 消毒感控：**主要由 2016 年收购的全资子公司上海中优开展，拥有 400 多个产品，同时包含“洁芙柔”、“安尔碘”等多个知名品牌。凭借在传染病防控与感染控制细分领域的多年耕耘，2020 年疫情发生后收入利润显著提升，同时品牌影响力进一步扩大。在深耕院内的同时，有望增加包括酒店、餐厅等院外公共场所的覆盖，渠道覆盖预计将持续拓宽。
- **稳健与潜力业务齐头并进，海外市场打开中长期成长空间。**公司的基石业务如血压监测、体温监测、中医设备等均具备较高品牌知名度和影响力，预计将维持稳健增长。正在孵化的潜力业务包括急救、眼科、智能康复等，为公司更长期的发展打下良好基础。从海外拓展来看，2020 年疫情发生后，由于全球对于呼吸机、制氧机的需求提升，公司相关产品在海外实现放量。与此同时公司也在强化海外属地化团队建设，在全球的品牌影响力有望持续得到加强。随着公司众多产品的海外注册工作正逐步落地，海外发展可期。
- **盈利预测与估值：**公司为平台型家用器械龙头，具备较强品牌力。2020年后通过创新重塑，聚焦三大高成长赛道，增长潜力足，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 21.5 亿元、25.4 亿元、29.8 亿元，增速分别为-10.1%、18.0%、17.4%，当前股价对应的 PE 分别为 18x、16x、13x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：产品销售不及预期；海外拓展不及预期；竞争格局恶化风险。**

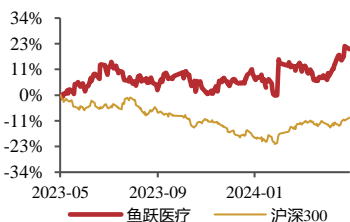
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股价数据: 2024年5月10日

收盘价(元)	39.66
年内最高/最低(元)	39.66/31.69
总市值(元)	398

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	7,102	7,972	8,664	9,934	11,278
同比增长率(%)	3.0%	12.3%	8.7%	14.7%	13.5%
毛利率(%)	48.1%	51.5%	51.7%	52.3%	52.9%
归母净利润(百万元人民币)	1,595	2,396	2,153	2,539	2,982
同比增长率(%)	7.6%	50.2%	-10.1%	18.0%	17.4%
每股收益(元人民币/股)	1.59	2.39	2.15	2.53	2.97
ROE(%)	16.2%	20.4%	15.5%	15.4%	15.3%
市盈率	19.79	14.35	18.47	15.66	13.33

投资案件

投资评级与估值

公司为平台型家用器械龙头，具备较强品牌力。2020年后通过创新重塑，聚焦三大高成长赛道，增长潜力足，我们预计2024-2026年归母净利润分别为21.5亿元、25.4亿元、29.8亿元，增速分别为-10.1%、18.0%、17.4%，当前股价对应的PE分别为18x、16x、13x，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 呼吸治疗解决方案：为公司收入占比较大的且重要的板块之一，核心产品呼吸机、制氧机等在疫情期间患者认知度大幅提升，渗透率有望持续增长。公司作为家用呼吸板块国内龙头，享有高品牌认知度。2023年由于疫情收入大幅提升，造成较高基数，预计24-26年收入增速分别为0%/17%/15%；

2) 家用类电子检测及体外诊断：公司为国内市场电子血压计第一品牌，未来随着公司产品持续迭代升级，以及我国居民对高血压知晓率和治疗率的提升，电子血压计有望继续保持稳健增长。预计24-26年收入增速分别为5%/5%/5%；

3) 康复及临床器械：核心产品如轮椅车、针灸针等业务市场地位稳固，同时在研管线丰富，预计24-26年收入增速分别为15%/10%/8%；

4) 感染控制解决方案：23年受高基数和去库存影响收入下滑，随着院内深耕及院外应用场景的不断拓展，预计24-26年收入增速分别为10%/8%/8%；

5) 糖尿病护理解决方案：鱼跃为国内BGM龙头企业之一，最新一代CGM CT15已于2023年3月上市，性能大幅优化，有望持续为公司的糖尿病护理业务提供收入增量，预计糖尿病护理板块将保持较高增长，24-26年收入增速分别为45%/35%/30%；

6) 急救：全资子公司Primedica全球知名度高，随着2023年公司自主研发的AED产品M600上市为该板块注入新的增长动力，同时公司新一代AED正处于研发阶段，预计24-26年收入增速分别为10%/15%/15%。

投资逻辑要点

公司是平台型家用器械龙头，2020年新管理层上任后积极布局呼吸与制氧、血糖及POCT、消毒感控三大高成长赛道，疫情期间产品远销全球，品牌影响力进一步扩大。持续看好公司长期成长空间，及海外市场潜力。

核心风险提示

产品销售不及预期；海外拓展不及预期；竞争格局恶化风险。

目录

1. 鱼跃医疗：平台型家用器械龙头	5
2. 创新重塑，聚焦三大核心赛道	6
2.1 呼吸与制氧	6
2.2 血糖及 POCT	8
2.3 消毒感控	9
3. 稳健与潜力业务齐头并进，海外市场打开中长期成长空间	10
4. 盈利预测及估值	12

图表目录

图 1: 鱼跃医疗业务板块及旗下品牌介绍	5
图 2: 公司收入及归母净利润情况 (亿元, %)	6
图 3: 公司货币资金情况 (亿元)	6
图 4: 鱼跃医疗研发费用及研发费用率情况	6
图 5: 公司呼吸治疗解决方案产品矩阵	7
图 6: 鱼跃医疗呼吸治疗解决方案收入及增速 (亿元, %)	7
图 7: 鱼跃医疗呼吸治疗解决方案毛利率情况 (%)	7
图 8: 中国 COPD 及 OSA 患者数量	7
图 9: 中美 COPD 及 OSA 诊断率对比	7
图 10: 中国和美国家用无创呼吸机市场规模 (出厂口径)	8
图 11: 2019-2020 年中国家用无创呼吸机竞争格局 (销售额口径)	8
图 12: 鱼跃医疗糖尿病护理解决方案收入及增速 (亿元, %)	8
图 13: 鱼跃医疗糖尿病护理解决方案毛利率情况 (%)	8
图 14: 鱼跃医疗感染控制解决方案收入及增速 (亿元, %)	10
图 15: 鱼跃医疗感染控制解决方案毛利率情况 (%)	10
图 16: 上海中优医药收入及净利润情况 (亿元, %)	10
图 17: 鱼跃医疗急救板块收入情况 (亿元, %)	11
图 18: 鱼跃医疗急救板块毛利率情况 (%)	11
图 19: 鱼跃医疗海内外收入及海外收入占比 (亿元, %)	11
表 1: 鱼跃医疗 CT2 和 CT15 对比	9
表 2: 2024-2026 年公司收入预测 (百万元)	12
表 3: 可比公司估值情况	13
表 4: 鱼跃医疗合并利润表 (百万元)	14
表 5: 鱼跃医疗合并资产负债表 (百万元)	15
表 6: 鱼跃医疗合并现金流量表 (百万元)	16

1. 鱼跃医疗：平台型家用器械龙头

鱼跃医疗为平台型医疗器械公司，品牌形象深入人心。鱼跃成立于 1998 年，经过长达 20 多年的发展，公司已经成长为平台型家用器械龙头，品牌力持续深化。旗下血压监测、体温监测、中医设备、手术器械等基石业务稳健发展的同时，重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心赛道，并对急救、眼科、智能康复等高潜力业务进行积极孵化。公司目前拥有“鱼跃 yuwell”、“洁芙柔”、“华佗 Hwato”、“金钟 JZ”、“安尔碘”、“普美康 PRIMEDIC”、“六六视觉”等几大主要品牌，均具备较强竞争力。

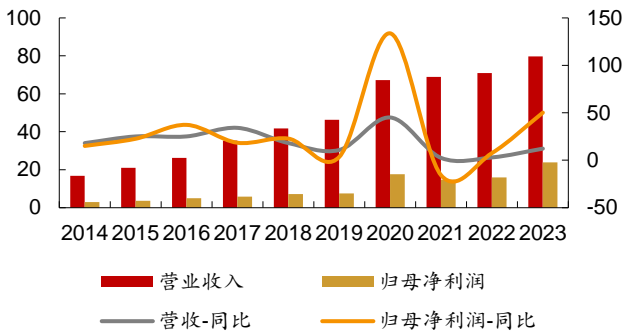
图 1：鱼跃医疗业务板块及旗下品牌介绍



资料来源：公司官网，华源证券研究

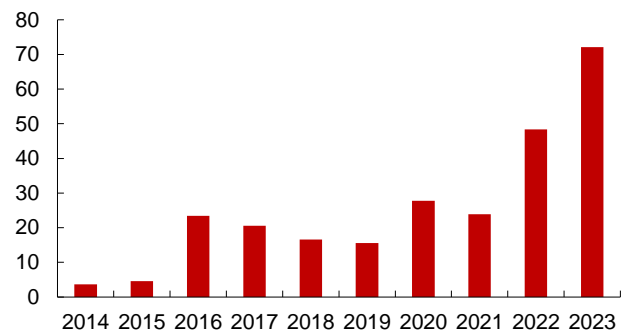
过去 3 年疫情防护相关产品带来收入的大幅增长，在手现金充裕。2023 年，公司分别实现收入及归母净利润 79.72 亿元 (YOY+12.25%) 和 23.96 亿元 (YOY+50.21%)。过去几年由于疫情使客户对于呼吸制氧、消毒感控等产品的需求提升，使公司收入体量迈上新的台阶。公司现金近两年大幅提升，截止 2023 年，共有 72.15 亿元，为未来潜在的投资项目打下坚实基础。

图 2：公司收入及归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 3：公司货币资金情况（亿元）

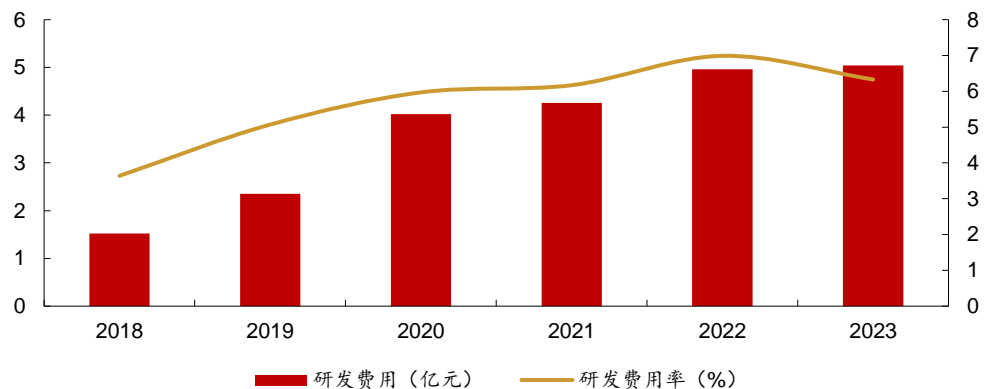


资料来源：Wind，华源证券研究

2. 创新重塑，聚焦三大核心赛道

积极布局高成长赛道，研发投入逐年增长。2020 年新管理层完成交接，新团队开始对公司进行优化升级，2021 年提出“创新重塑医疗器械”新战略，在传统血压监测、手术器械等基石业务基础上，积极布局成长性业务，开始重点聚焦呼吸与制氧、血糖及 POCT、消毒感控三大核心成长性赛道，同时加大研发投入力度，2019-2023 年研发费用 CAGR 为 21%，2023 年研发费用率约为 6.3%。

图 4：鱼跃医疗研发费用及研发费用率情况



资料来源：Wind，华源证券研究

2.1 呼吸与制氧

呼吸制氧业务产品多样，疫情期间快速放量。公司的呼吸与制氧业务板块主要包括呼吸机、制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪、雾化器等，其中呼吸机和制氧机是该板块的核心产品，应用场景多元。公司的呼吸机主要分为正压呼吸机和双水平正压呼吸机，适用于打鼾憋气、阻塞性呼吸暂停等人群。制氧机型号多样，适用于呼吸衰竭、严重缺氧患者，帮

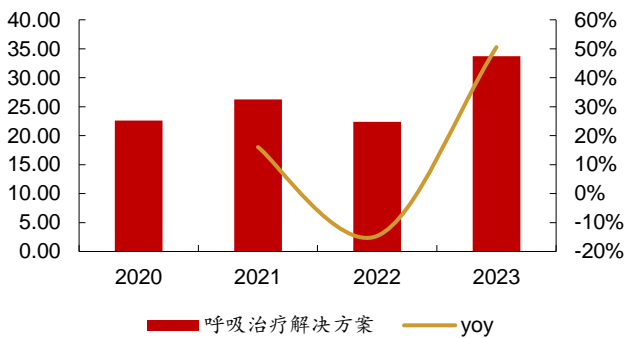
助改善低氧血症、提高心肺功能，也同样适用于保健人群。从收入来看，2023 年呼吸制氧板块收入达到 33.71 亿 (YOY+50.55%)，预计是由于管控放开带来的护理需求增加。毛利率水平较为稳定，保持在 55%左右。

图 5：公司呼吸治疗解决方案产品矩阵



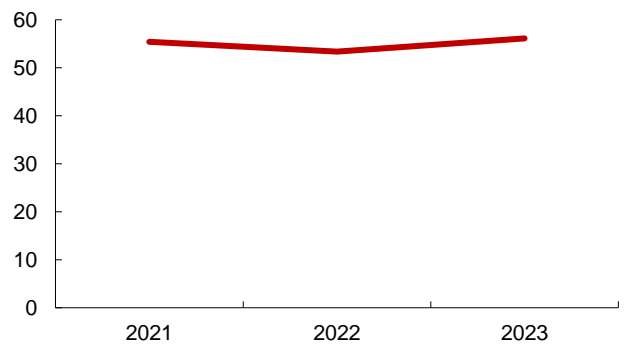
资料来源：公司官网，华源证券研究

图 6：鱼跃医疗呼吸治疗解决方案收入及增速 (亿元，%)



资料来源：Wind，华源证券研究

图 7：鱼跃医疗呼吸治疗解决方案毛利率情况 (%)

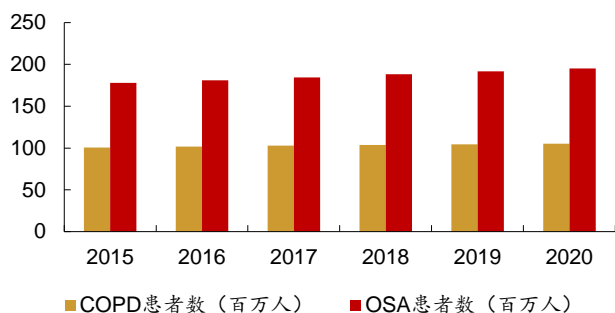


资料来源：Wind，华源证券研究

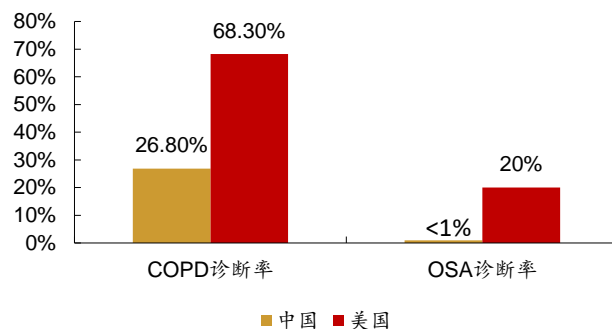
我国 COPD 及 OSA 患者数量庞大，诊断率低，治疗渗透率提升空间大。2020 年，我国共有约 2 亿 OSA (阻塞型睡眠呼吸暂停低通气综合征) 患者及 1 亿 COPD (慢阻肺) 患者，人数众多。但诊断率大幅低于发达国家 (美国为例)，其中 OSA 患者仅有不足 1% 的诊断率，因此治疗市场未来的渗透潜力广阔。

图 8：中国 COPD 及 OSA 患者数量

图 9：中美 COPD 及 OSA 诊断率对比



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

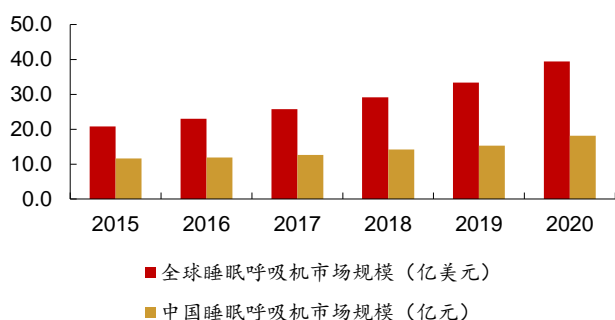


资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

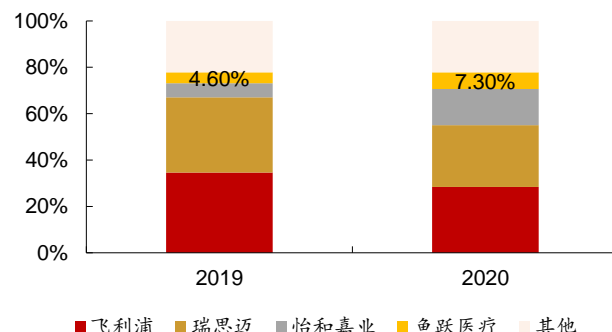
鱼跃医疗为家用无创呼吸机头部厂商，产品梯队丰富，品牌知名度高。家用无创呼吸机是治疗 OSA 和 COPD 患者的主要手段之一，2019 年全球及中国的市场规模（设备+耗材）分别为 33.4 亿美元和 15.3 亿元。从竞争格局来看，仍以外资为主，但在 2020 年疫情发生后，以鱼跃、怡和嘉业为代表的国产头部厂家的份额大幅提升，其中鱼跃按销售额口径计的份额从 2019 年的 4.6% 增长至 2020 年 7.3%。鱼跃在呼吸机领域凭借多年的品牌积累，享有较高市场认知度，最新产品第三代呼吸机已于 2023 年获批，有望凭借丰富的产品梯队+高品牌认知度，在呼吸机板块保持稳定的龙头地位。

图 10：中国和美国家用无创呼吸机市场规模（出厂口径）

图 11：2019-2020 年中国家用无创呼吸机竞争格局（销售额口径）



资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究



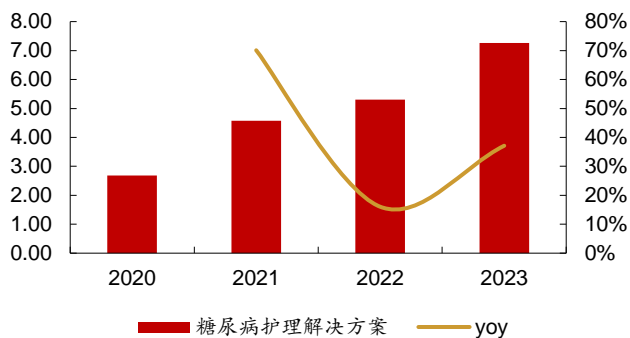
资料来源：弗若斯特沙利文，华源证券研究

2.2 血糖及 POCT

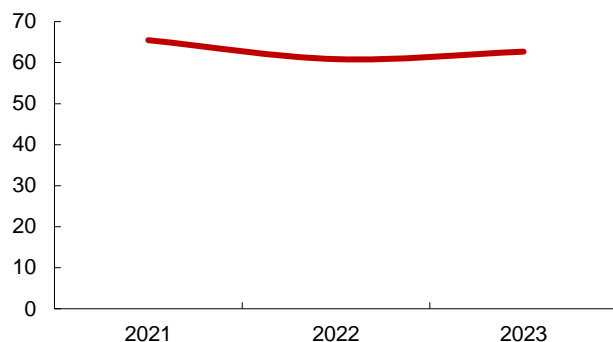
国产血糖仪头部厂商，预计未来 CGM 业务将会引领增长。公司在血糖监测板块的产品主要包括传统血糖仪，连续血糖监测系统（CGM）。公司 2012 年下半年正式推出血糖业务，在糖尿病领域耕耘已有 10 余年，如今已经成为国内血糖仪头部厂商，并成功将业务拓展至 CGM 产品。2023 年糖尿病护理解决方案实现收入 7.26 亿元（YOY+37.12%），毛利率为 62.7%。

图 12：鱼跃医疗糖尿病护理解决方案收入及增速（亿元，%）

图 13：鱼跃医疗糖尿病护理解决方案毛利率情况（%）



资料来源：Wind，华源证券研究



资料来源：Wind，华源证券研究

CGM 产品性能不断优化，协同 BGM 渠道放量可期。2021 年 5 月，鱼跃通过收购凯利特进军 CGM 领域，进一步强化血糖监测板块实力，并协同传统血糖仪产品的线上线下渠道，积极推广 CGM 产品。最新一代 CGM CT15 已于 2023 年 3 月上市，无论从产品尺寸、精准度、使用依从性等方面来讲相比 CT2 均有大幅提升，产品力进一步增强。

表 1：鱼跃医疗 CT2 和 CT15 对比

产品名	CT2	CT15
上市时间	2021.02	2023.03
尺寸 (mm*mm*mm)	46*27.4*9.1	39*30.1*6.4
发射器和传感器连接方式	发射器每次使用前需更换新的电池	分体式，发射器寿命 2 年
传感器使用时长 (天)	7	14
校准	每天校准	×
预热时间 (分钟)	180	60
MARD	11.00%	9.07%

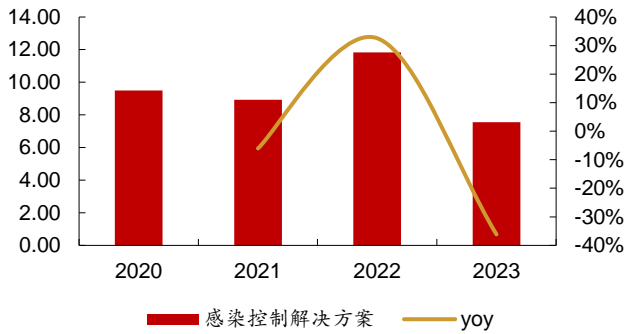
资料来源：公司线上官方旗舰店，华源证券研究

POCT 市场保持较快增长，鱼跃布局产品丰富，竞争力有望逐步提升。POCT (即时检验) 主要是指在病人旁边进行的临床检测及床边检测。《2020-2026 年中国临床检测行业发展现状调查及投资策略研究报告》显示，POCT 行业始终保持 10%~20% 的较快增速。鱼跃在 POCT 领域的产品布局广泛，包括人绒毛膜促性腺激素检测试剂、促黄体生成素检测试剂、胃幽门螺旋杆菌抗体检测试剂盒等，同时有多款产品处于在研阶段，产品矩阵持续拓宽，竞争力有望逐步提升。

2.3 消毒感控

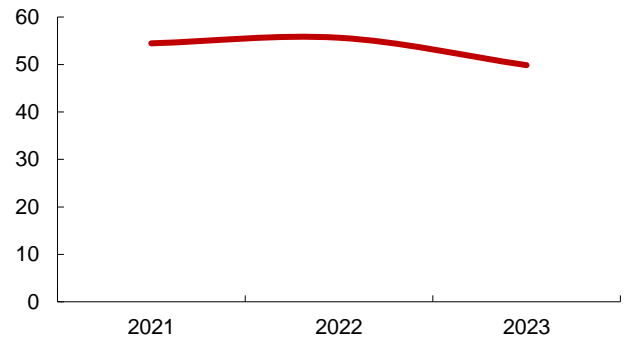
旗下众多知名品牌，2023 年收入由于去年同期高基数原因有所下滑。公司消毒感控产品十分丰富，包含人体消毒剂、医疗器械消毒剂、环境物体消毒剂及消毒配套器材等领域 400 多个产品，旗下拥有“洁芙柔”、“安尔碘”、“点而康”、“葡泰”等知名品牌。2023 年收入为 7.56 亿 (YOY-36.15%)，同比下滑主要是由于去年基数较高和库存消化的缘故，毛利率有所下降，2023 年为 50%。

图 14：鱼跃医疗感染控制解决方案收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

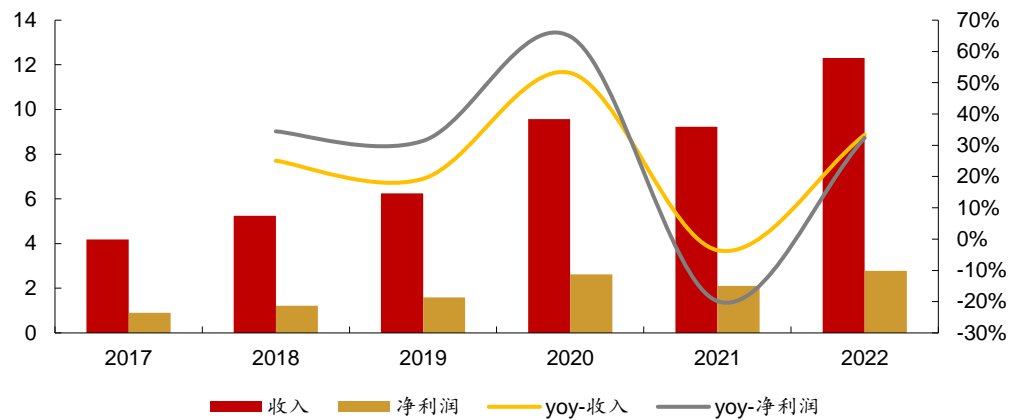
图 15：鱼跃医疗感染控制解决方案毛利率情况（%）



资料来源：Wind，华源证券研究

深耕院内，持续拓展院外市场。鱼跃的消毒感控业务主要由 2016 年收购的全资子公司上海中优开展，凭借在传染病防控与感染控制的细分领域多年耕耘，2020 年疫情发生后收入利润显著提升，品牌影响力进一步扩大，2022 年共实现 12.31 亿收入 (YOY+33.4%)，2.78 亿归母净利润 (YOY +32.4%)。在深耕院内的同时，有望增加包括酒店、餐厅等院外公共场所的覆盖，渠道不断拓宽，空间持续打开。

图 16：上海中优医药收入及净利润情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

3. 稳健与潜力业务齐头并进，海外市场打开中长期成长空间

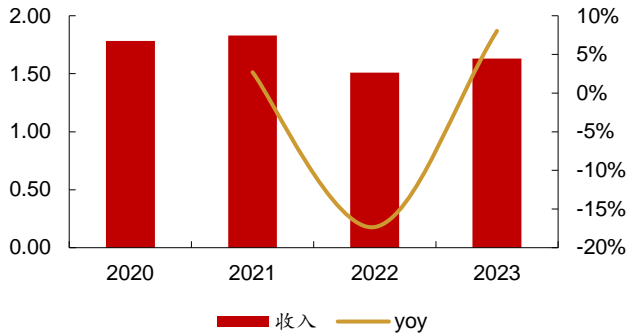
公司基石业务主要包括血压监测、体温监测、中医设备、手术器械等；高潜力业务包括急救、眼科、智能康复等。

1) **家用电子检测**：主要产品为电子血压计，公司为国内市场电子血压计第一品牌，2023 年该产品业务规模同比增速超 20%，未来随着公司产品持续迭代升级，以及我国居

民对高血压知晓率和治疗率的提升，电子血压计有望继续保持稳健增长。

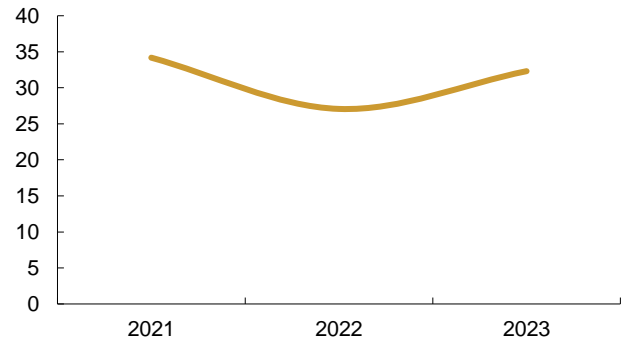
2) 急救：通过 2017 年全资收购的德国普美康 Primedic 切入急救业务，该板块目前体量较小，2023 年收入为 1.63 亿元 (YOY+8.04%)。毛利率为 32.31%，相较去年同期有大幅提升。2023 年上半年公司自主研发的 AED 产品 M600 上市，有望为该板块收入增添动能，同时随着规模效应出现毛利率有望持续优化。

图 17：鱼跃医疗急救板块收入情况（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 18：鱼跃医疗急救板块毛利率情况（%）



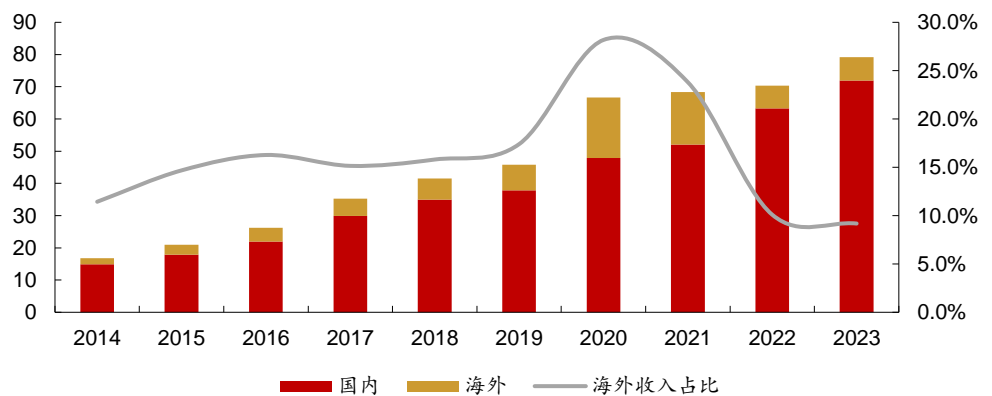
资料来源：Wind，华源证券研究

3) 眼科：2019 年通过收购六六视觉丰富公司在眼科器械细分领域的产品品类，同时参股了江苏视准，布局“百乐纯”系列隐形眼镜产品，切入隐形眼镜赛道。

4) 康复：“鱼跃”品牌影响力大，未来向高端、智能化发展，毛利率有望持续提升。

疫情期间外销占比显著提升，海外业务拓展有望在未来持续加强。2020 开始，受疫情影响导致全球对于呼吸机、制氧机的需求提升，公司出口占比也得到大幅提升，2020 年达到 28.2%。近几年由于疫情影响逐步消退，2023 年海外占比降低至 9.2%。但公司在疫情期间在海外销售放量，同时强化海外属地化团队建设，在全球的品牌影响力有望持续得到加强。随着公司众多产品的海外注册工作正逐步落地，预计海外业务拓展将持续深入。

图 19：鱼跃医疗海内外收入及海外收入占比（亿元，%）



资料来源：Wind，华源证券研究

4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 86.6/99.3/112.8 亿元，同比增长 8.7%/14.7%/13.5%，关键假设如下：

- 呼吸治疗解决方案：**为公司收入占比较大的且重要的板块之一，核心产品呼吸机、制氧机等在疫情期间患者认知度大幅提升，渗透率有望持续增长。公司作为家用呼吸板块国内龙头，享有高品牌认知度。2023 年受疫情影响收入大幅提升，造成较高基数，预计 24-26 年收入增速分别为 0%/17%/15%；
- 家用类电子检测及体外诊断：**公司为国内市场电子血压计第一品牌，未来随着公司产品持续迭代升级，以及我国居民对高血压知晓率和治疗率的提升，电子血压计有望继续保持稳健增长。预计 24-26 年收入增速分别为 5%/5%/5%；
- 康复及临床器械：**核心产品如轮椅车、针灸针等业务市场地位稳固，同时在研管线丰富，预计 24-26 年收入增速分别为 15%/10%/8%；
- 感染控制解决方案：**23 年受高基数和去库存影响收入下滑，随着院内深耕及院外应用场景的不断拓展，预计 24-26 年收入增速分别为 10%/8%/8%；
- 糖尿病护理解决方案：**鱼跃为国内 BGM 龙头企业之一，最新一代 CGM CT15 已于 2023 年 3 月上市，性能大幅优化，有望持续为公司的糖尿病护理业务提供收入增量，预计糖尿病护理板块将保持较高增长，24-26 年收入增速分别为 45%/35%/30%；
- 急救：**全资子公司 Primedic 全球知名度高，随着 2023 年公司自主研发的 AED 产品 M600 上市为该板块注入新的增长动力，同时公司新一代 AED 正处于研发阶段，预计 24-26 年收入增速分别为 10%/15%/15%。

表 2：2024-2026 年公司收入预测（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7971.7	8663.7	9933.9	11278.0
yoy	12.3%	8.7%	14.7%	13.5%
毛利率	51.5%	51.7%	52.3%	52.9%
呼吸治疗解决方案	3371.2	3371.2	3944.4	4536.0
yoy	50.6%	0.0%	17.0%	15.0%
毛利率	56.1%	56.2%	56.3%	56.4%
家用类电子检测及体外诊断	1673.7	1757.4	1845.3	1937.5
yoy	10.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	52.5%	53.0%	53.5%	54.0%
康复及临床器械	1227.9	1412.1	1553.3	1677.6
yoy	-12.8%	15.0%	10.0%	8.0%
毛利率	33.9%	34.0%	34.0%	34.0%
感染控制解决方案	756.1	831.7	898.3	970.1
yoy	-36.1%	10.0%	8.0%	8.0%
毛利率	49.9%	50.0%	50.0%	50.0%

糖尿病护理解决方案	726.4	1053.3	1422.0	1848.6
yoy	37.1%	45.0%	35.0%	30.0%
毛利率	62.7%	63.0%	63.5%	64.0%
急救	163.5	179.8	206.8	237.8
yoy	8.0%	10.0%	15.0%	15.0%
毛利率	32.3%	33.0%	34.0%	35.0%
其他	52.8	58.1	63.9	70.3
yoy	-22.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	61.5%	61.5%	61.5%	61.5%

资料来源：公司公告，华源证券研究预测

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 21.5 亿元、25.4 亿元、29.8 亿元，增速分别为 -10.1%、18.0%、17.4%，当前股价对应的 PE 分别为 18x、16x、13x。同时选取同布局家用医疗器械/平台型器械公司可孚医疗、怡和嘉业及迈瑞医疗作为可比公司，鱼跃医疗 24-26 年 PE 略低于可比公司。公司为平台型家用器械龙头，具备较强品牌力。2020 年后通过创新重塑，聚焦三大高成长赛道，预计未来发展仍具备较大潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
301087.SZ	可孚医疗	80	254.3	349.0	463.0	594.0	23	17	13
301367.SZ	怡和嘉业	56	297.3	384.8	474.7	497.2	15	12	11
300760.SZ	迈瑞医疗	3,695	11,582.2	13,939.3	16,740.7	20,004.0	27	22	18
可比公司平均估值							21	17	14
002223.SZ	鱼跃医疗	398	2,395.9	2,152.7	2,539.1	2,982.2	18	16	13

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除鱼跃医疗外，可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/5/10

风险提示：

产品销售不及预期：若产品销售低于预期，可能会对公司业绩造成负面影响；

海外拓展不及预期：海外渠道为公司重点发力的渠道之一，若拓展不及预期，公司业绩可能不及预期；

竞争格局恶化风险：公司为平台型器械公司，布局产品较多，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；

表 4：鱼跃医疗合并利润表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,972	8,664	9,934	11,278
毛利率%	51.5%	51.7%	52.3%	52.9%
营业税金及附加	81	87	99	113
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	1,098	1,222	1,391	1,568
销售费用率%	13.8%	14.1%	14.0%	13.9%
管理费用	411	451	517	586
管理费用率%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
研发费用	504	563	666	778
研发费用率%	6.3%	6.5%	6.7%	6.9%
财务费用	-157	-127	-220	-345
财务费用率%	-2.0%	-1.5%	-2.2%	-3.1%
资产减值损失	-93	-50	-50	-50
投资收益	143	150	150	150
营业利润	2,893	2,558	3,017	3,543
营业外收支	-45	0	0	0
利润总额	2,849	2,558	3,017	3,543
所得税	472	422	498	585
有效所得税率%	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%
少数股东损益	-19	-17	-20	-24
归属母公司所有者净利润	2,396	2,153	2,539	2,982

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 5：鱼跃医疗合并资产负债表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,215	9,322	11,777	14,675
应收账款及应收票据	448	481	552	627
存货	1,412	1,394	1,579	1,769
其它流动资产	309	327	368	410
流动资产合计	9,385	11,524	14,275	17,481
长期股权投资	226	226	226	226
固定资产	1,974	1,897	1,818	1,736
在建工程	111	121	131	141
无形资产	511	506	501	496
非流动资产合计	6,582	6,445	6,320	6,193
资产总计	15,967	17,969	20,595	23,673
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,411	1,452	1,644	1,843
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,463	1,482	1,600	1,723
流动负债合计	2,873	2,935	3,245	3,566
长期借款	684	484	284	84
其它长期负债	495	488	486	484
非流动负债合计	1,178	972	770	568
负债总计	4,052	3,907	4,014	4,134
实收资本	1,002	1,002	1,002	1,002
普通股股东权益	11,764	13,927	16,466	19,448
少数股东权益	152	135	115	91
负债和所有者权益合计	15,967	17,969	20,595	23,673

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 6：鱼跃医疗合并现金流量表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,396	2,153	2,539	2,982
少数股东损益	-19	-17	-20	-24
非现金支出	346	212	215	217
非经营收益	-447	-135	-138	-144
营运资金变动	-148	31	14	14
经营活动现金流	2,127	2,244	2,609	3,045
资产	-101	-90	-90	-90
投资	1,747	0	0	0
其他	89	168	150	150
投资活动现金流	1,735	78	60	60
债权募资	-913	-204	-202	-202
股权募资	103	12	0	0
其他	-654	-25	-12	-6
融资活动现金流	-1,465	-217	-214	-208
现金净流量	2,421	2,106	2,455	2,898

资料来源：Wind，华源证券研究预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数