

鱼跃医疗(002223.SZ)

国内承压下增长具备韧性，海外市场不断打开成长空间

强烈推荐(维持)

股价:32.61元

主要数据

| | |
|-------------|---------------------|
| 行业 | 医药 |
| 公司网址 | www.yuwell.com |
| 大股东/持股 | 江苏鱼跃科技发展有限公司/24.54% |
| 实际控制人 | 吴光明 |
| 总股本(百万股) | 1,002 |
| 流通A股(百万股) | 939 |
| 流通B/H股(百万股) | |
| 总市值(亿元) | 327 |
| 流通A股市值(亿元) | 306 |
| 每股净资产(元) | 12.07 |
| 资产负债率(%) | 21.5 |

行情走势图



证券分析师

| | |
|-----|--|
| 叶寅 | 投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn |
| 倪亦道 | 投资咨询资格编号 S1060518070001 021-38640502 NIYIDAO242@pingan.com.cn |
| 裴晓鹏 | 投资咨询资格编号 S1060523090002 PEIXIAOPENG719@pingan.com.cn |



事项:

公司上半年实现营业收入43.08亿元，同比-13.50%，实现归母净利润11.20亿元，同比-25.02%。单Q2实现营业收入20.76亿元，同比-8.82%，实现归母净利润4.61亿元，同比-40.96%。

平安观点:

收入增长具备韧性，符合市场预期。2024年上半年公司持续聚焦和创新，通过持续推动研发成果的转化及智改数转的进程，不断加强国内国际的营销拓展，进一步强化了品牌影响力与市场竞争力的双重优势。由于去年上半年社会公共需求波动导致基数较高，公司收入增长表现承压，但已基本回归常态化可持续发展轨道，长期增长仍然可期。公司毛利率保持高位水平（上半年50.06%），期间费用率略有增长，但同常规年份2022年相比保持稳定，经营质量稳健发展，其中销售费用率14.25%（+1.95%），管理费用率4.82%（+0.80%），研发费用率6.26%（+0.76%）。

呼吸感控板块受基数因素有所下滑，血糖和急救板块表现亮眼。呼吸板块，由于社会公共需求波动导致基数较高，整体板块业务有所下降（营收同比-28.88%），其中制氧机产品虽有一定下滑、但相比2022年同期实现双位数复合增长率；雾化产品实现同比双位数增长；家用呼吸机产品获得了较好增长。而公司糖尿病护理板块持续突破，营收规模同比+54.94%，伴随公司在该领域的专业影响力日益增强，BGM相关产品市场占有率持续攀升，客群规模进一步扩大，CGM产品的研发工作正稳步推进，新品销售实现快速拓展。急救板块同样表现亮眼，上半年营收同比+34.66%，自主研发的AED产品M600获证后，凭借卓越的产品性能与优质的服务方案，以及多部门团队精诚协作，业务规模得到加速拓展。此外，感控板块营收同比-26.79%，相比过往需求波动年份有所缩减，公司正积极探索感控新赛道；家用类检测营收同比-12.49%，主要由于红外测温仪高基数，其余产品仍实现不错增长；康复器械业务营收同比+

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 7,102 | 7,972 | 8,594 | 9,960 | 11,571 |
| YOY(%) | 3.0 | 12.3 | 7.8 | 15.9 | 16.2 |
| 净利润(百万元) | 1,595 | 2,396 | 2,228 | 2,616 | 3,004 |
| YOY(%) | 7.6 | 50.2 | -7.0 | 17.4 | 14.8 |
| 毛利率(%) | 48.1 | 51.5 | 51.1 | 51.6 | 51.9 |
| 净利率(%) | 22.5 | 30.1 | 25.9 | 26.3 | 26.0 |
| ROE(%) | 16.2 | 20.4 | 16.7 | 17.3 | 17.4 |
| EPS(摊薄/元) | 1.59 | 2.39 | 2.22 | 2.61 | 3.00 |
| P/E(倍) | 21.4 | 14.3 | 15.3 | 13.1 | 11.4 |
| P/B(倍) | 3.5 | 2.9 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |

3.06%，其中中医类产品实现较快增长。

公司不断开拓国内外市场，保持行业领先市场地位。公司在家用消费医疗器械领域布局良久，品牌深入人心，公司持续打造专业营销团队，维持市场地位。公司拥有超过1000人的渠道、终端线上及外销团队，多个区域服务中心，公司在各主要电子商务平台均设立有品牌旗舰店，直营能力不断加强，各线上平台营销推广及主要产品线上销量均处于行业领先地位。此外，公司不断加强海外市场建设，持续打开成长空间，上半年公司实现外销收入4.79亿元，同比+30.19%，随着公司众多产品的海外注册工作逐步落地、海外团队属地化布局日益完善，凭借优秀的产品力与品牌力，公司海外业务拓展将持续深入，各重点国家和地区的业务实现了较全面的推进。其中上半年公司呼吸治疗板块产品在海外市场拓展不断推进；紧贴客户需求，敏锐捕捉市场机遇，凭借新产品的推出，公司的电子血压计业务在海外得到有序拓展。

维持“强烈推荐”评级。公司是国内医疗器械行业的领先企业，产品和质量优势显著，“鱼跃”品牌深入人心，各产品业务规模不断扩大、产品品类不断拓展、公司综合竞争能力和整体抗风险能力显著提高。根据中报各业务条线情况调整相关预测，预计公司2024-2026年EPS预测为2.22、2.61、3.00元（原2024-2026年预测为2.37、2.78、3.18元），由于公司综合实力不断增长，加上海外业务处于快速发展期，看好公司持续增长能力，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1）产品销售不及预期；2）新产品推广不及预期；3）地缘政治风险；4）政策影响等风险。

资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 9,385 | 11,382 | 13,610 | 16,184 |
| 现金 | 7,215 | 8,736 | 10,562 | 12,653 |
| 应收票据及应收账款 | 534 | 800 | 928 | 1,078 |
| 其他应收款 | 24 | 33 | 39 | 45 |
| 预付账款 | 42 | 66 | 76 | 88 |
| 存货 | 1,412 | 1,582 | 1,814 | 2,098 |
| 其他流动资产 | 159 | 165 | 191 | 222 |
| 非流动资产 | 6,582 | 5,989 | 5,795 | 5,631 |
| 长期投资 | 226 | 237 | 248 | 259 |
| 固定资产 | 2,028 | 1,942 | 1,876 | 1,806 |
| 无形资产 | 511 | 434 | 364 | 290 |
| 其他非流动资产 | 3,817 | 3,376 | 3,308 | 3,275 |
| 资产总计 | 15,967 | 17,371 | 19,405 | 21,815 |
| 流动负债 | 2,873 | 2,940 | 3,372 | 3,903 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1,411 | 1,444 | 1,656 | 1,916 |
| 其他流动负债 | 1,463 | 1,495 | 1,716 | 1,987 |
| 非流动负债 | 1,178 | 980 | 779 | 586 |
| 长期借款 | 713 | 514 | 313 | 120 |
| 其他非流动负债 | 466 | 466 | 466 | 466 |
| 负债合计 | 4,052 | 3,920 | 4,150 | 4,489 |
| 少数股东权益 | 152 | 136 | 118 | 97 |
| 股本 | 1,002 | 1,002 | 1,002 | 1,002 |
| 资本公积 | 1,947 | 1,947 | 1,947 | 1,947 |
| 留存收益 | 8,815 | 10,366 | 12,188 | 14,280 |
| 归属母公司股东权益 | 11,764 | 13,315 | 15,137 | 17,229 |
| 负债和股东权益 | 15,967 | 17,371 | 19,405 | 21,815 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|-------|-------|--------|
| 经营活动现金流 | 2,102 | 2,178 | 2,590 | 2,946 |
| 净利润 | 2,376 | 2,212 | 2,598 | 2,983 |
| 折旧摊销 | 238 | 267 | 274 | 246 |
| 财务费用 | -157 | 2 | -14 | -30 |
| 投资损失 | -143 | -129 | -129 | -129 |
| 营运资金变动 | -143 | -410 | 31 | 47 |
| 其他经营现金流 | -68 | 237 | -170 | -170 |
| 投资活动现金流 | 1,735 | 219 | 219 | 219 |
| 资本支出 | -31 | 70 | 70 | 70 |
| 长期投资 | 1,747 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 19 | 149 | 149 | 149 |
| 筹资活动现金流 | -1,465 | -877 | -982 | -1,074 |
| 短期借款 | -55 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -828 | -199 | -201 | -192 |
| 其他筹资现金流 | -582 | -678 | -781 | -882 |
| 现金净增加额 | 2,396 | 1,520 | 1,827 | 2,091 |

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 7,972 | 8,594 | 9,960 | 11,571 |
| 营业成本 | 3,867 | 4,201 | 4,816 | 5,571 |
| 税金及附加 | 81 | 85 | 99 | 114 |
| 营业费用 | 1,098 | 1,203 | 1,394 | 1,620 |
| 管理费用 | 411 | 387 | 398 | 463 |
| 研发费用 | 504 | 516 | 598 | 694 |
| 财务费用 | -157 | 2 | -14 | -30 |
| 资产减值损失 | -93 | -84 | -97 | -113 |
| 信用减值损失 | 9 | -13 | -15 | -17 |
| 其他收益 | 115 | 127 | 127 | 127 |
| 公允价值变动收益 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 143 | 129 | 129 | 129 |
| 资产处置收益 | 555 | 242 | 242 | 242 |
| 营业利润 | 2,893 | 2,603 | 3,055 | 3,506 |
| 营业外收入 | 3 | 11 | 11 | 11 |
| 营业外支出 | 48 | 21 | 21 | 21 |
| 利润总额 | 2,849 | 2,593 | 3,045 | 3,496 |
| 所得税 | 472 | 380 | 447 | 513 |
| 净利润 | 2,376 | 2,212 | 2,598 | 2,983 |
| 少数股东损益 | -19 | -16 | -18 | -21 |
| 归属母公司净利润 | 2,396 | 2,228 | 2,616 | 3,004 |
| EBITDA | 2,929 | 2,861 | 3,305 | 3,712 |
| EPS (元) | 2.39 | 2.22 | 2.61 | 3.00 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入(%) | 12.3 | 7.8 | 15.9 | 16.2 |
| 营业利润(%) | 57.1 | -10.1 | 17.4 | 14.8 |
| 归属于母公司净利润(%) | 50.2 | -7.0 | 17.4 | 14.8 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 51.5 | 51.1 | 51.6 | 51.9 |
| 净利率(%) | 30.1 | 25.9 | 26.3 | 26.0 |
| ROE(%) | 20.4 | 16.7 | 17.3 | 17.4 |
| ROIC(%) | 42.6 | 43.8 | 53.2 | 62.7 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 25.4 | 22.6 | 21.4 | 20.6 |
| 净负债比率(%) | -54.6 | -61.1 | -67.2 | -72.3 |
| 流动比率 | 3.3 | 3.9 | 4.0 | 4.1 |
| 速动比率 | 2.7 | 3.3 | 3.4 | 3.5 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 应收账款周转率 | 14.9 | 10.7 | 10.7 | 10.7 |
| 应付账款周转率 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | 3.3 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.39 | 2.22 | 2.61 | 3.00 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.10 | 2.17 | 2.58 | 2.94 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 11.73 | 13.28 | 15.10 | 17.19 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14.3 | 15.3 | 13.1 | 11.4 |
| P/B | 2.9 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 9.4 | 8.9 | 7.1 | 5.7 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层