

2025 年 04 月 29 日

## 鱼跃医疗 (002223.SZ)

投资评级：买入（维持）

——收入回归稳健增长轨道，海外高速增长

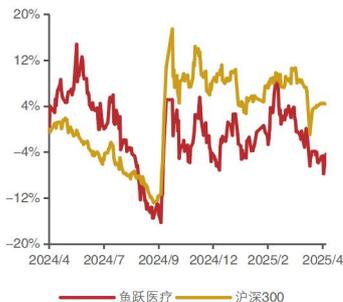
## 证券分析师

刘闯  
SAC: S1350524030002  
liuchuang@huayuanstock.com

## 联系人

梁裕  
liangyu@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 04 月 28 日

收盘价 (元)	34.43
一年内最高/最低 (元)	42.08/30.05
总市值 (百万元)	34,515.28
流通市值 (百万元)	32,369.65
总股本 (百万股)	1,002.48
资产负债率 (%)	19.43
每股净资产 (元/股)	13.07

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- 事件：鱼跃医疗公布 2024 年全年及 2025 年一季度业绩。2024 年全年实现收入 75.7 亿元，同比-5.1%，实现归母净利润 18.1 亿元，同比-24.6%；24Q4 实现收入 15.4 亿元，同比+17.5%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比+33.6%；25Q1 实现收入 24.4 亿元，同比+9.2%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比-5.3%。
- 部分业务受到 23 年疫情导致的高基数影响下滑，海外保持高增。2024 年，呼吸治疗收入 26 亿元，同比-22.4%，制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪等受到 23 年同期高基数影响有所下滑，家用呼吸机、雾化器同比增长。血糖管理及 POCT 收入 10.3 亿元，同比+40.2%，其中 CGM 实现翻倍以上增长，CT4、CT5 在近期相继推出，产品线持续丰富。家用健康检测收入 15.6 亿元，同比-0.4%，其中电子血压计同比双位数增长，红外测温仪等因 23 年高基数同比下滑。临床器械及康复收入 20.9 亿元，同比+0.2%，针灸针、轮椅、手术器械增长趋势良好，感控因 23 年高基数同比下滑。急救及其他收入 2.4 亿元，同比+34.1%，YIYA 系列产品获欧盟认证，海外布局持续推进。海外收入 9.5 亿元，同比+30.4%，占比由 9.1%提升至 12.5%。
- 产品结构变化导致毛利率有所下滑，销售投入增加。2024 年毛利率为 50.1%，同比-1.2 pct，主要是由于产品结构变化所致；销售/管理/研发费用率分别为 18%、5.7%、7.2%，同比+4.3、+0.5、+0.9 pct。2025Q1 毛利率为 50.3%，同比+0.4 pct，销售/管理/研发费用率分别为 14.9%、4.2%、6.4%，同比+2.6、-0.2、+0.8pct。截止 25Q1 末，公司货币资金为 70.8 亿元，无短期及长期贷款，财务状况稳健，资产实力雄厚。
- 盈利预测与评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.1/23.1/26.6 亿元，同比增长 11.3%、15.1%、15.0%，对应 PE 分别为 17X、15X、13X。公司为国内平台型家用器械龙头，具备较强品牌力，出海布局持续推进，增长潜力大，维持公司“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。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,972	7,566	8,606	9,735	11,037
同比增长率 (%)	12.25%	-5.09%	13.75%	13.11%	13.38%
归母净利润 (百万元)	2,396	1,806	2,011	2,314	2,661
同比增长率 (%)	50.21%	-24.63%	11.35%	15.07%	15.03%
每股收益 (元/股)	2.39	1.80	2.01	2.31	2.65
ROE (%)	20.37%	14.40%	14.53%	15.08%	15.58%
市盈率 (P/E)	14.41	19.11	17.17	14.92	12.97

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,619	7,897	9,543	11,388
应收票据及账款	840	943	1,013	1,089
预付账款	42	47	53	60
其他应收款	23	24	27	30
存货	1,440	1,571	1,625	1,749
其他流动资产	295	350	375	400
<b>流动资产总计</b>	<b>9,259</b>	<b>10,831</b>	<b>12,636</b>	<b>14,716</b>
长期股权投资	65	75	86	99
固定资产	1,999	1,945	1,972	2,056
在建工程	4	14	13	12
无形资产	492	490	512	531
长期待摊费用	102	102	117	113
其他非流动资产	3,724	3,838	3,940	4,036
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,387</b>	<b>6,464</b>	<b>6,641</b>	<b>6,847</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,646</b>	<b>17,295</b>	<b>19,277</b>	<b>21,563</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	1,529	1,745	2,002	2,303
其他流动负债	1,163	1,331	1,562	1,832
<b>流动负债合计</b>	<b>2,693</b>	<b>3,076</b>	<b>3,564</b>	<b>4,135</b>
长期借款	20	0	0	0
其他非流动负债	279	250	230	200
<b>非流动负债合计</b>	<b>299</b>	<b>250</b>	<b>230</b>	<b>200</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,992</b>	<b>3,326</b>	<b>3,794</b>	<b>4,335</b>
股本	1,002	1,002	1,002	1,002
资本公积	1,916	1,916	1,916	1,916
留存收益	9,617	10,924	12,428	14,157
归属母公司权益	12,535	13,842	15,346	17,076
少数股东权益	119	127	137	152
<b>股东权益合计</b>	<b>12,654</b>	<b>13,969</b>	<b>15,483</b>	<b>17,228</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15,646</b>	<b>17,295</b>	<b>19,277</b>	<b>21,563</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	1,804	1,651	1,957	2,329
折旧与摊销	288	309	363	430
财务费用	-236	-199	-240	-288
投资损失	-23	-100	-110	-121
营运资金变动	-138	89	329	337
其他经营现金流	121	418	423	424
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1,816</b>	<b>2,167</b>	<b>2,723</b>	<b>3,111</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-25</b>	<b>-364</b>	<b>-507</b>	<b>-622</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-2,399</b>	<b>-525</b>	<b>-570</b>	<b>-644</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-592</b>	<b>1,278</b>	<b>1,646</b>	<b>1,845</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>7,566</b>	<b>8,606</b>	<b>9,735</b>	<b>11,037</b>
<b>营业成本</b>	<b>3,772</b>	<b>4,247</b>	<b>4,745</b>	<b>5,321</b>
税金及附加	74	85	96	109
销售费用	1,361	1,523	1,723	1,931
管理费用	428	473	526	585
研发费用	547	577	638	712
财务费用	-236	-199	-240	-288
资产减值损失	-47	-15	-13	-10
信用减值损失	-21	-10	-10	-10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	23	100	110	121
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	6	15	13	10
其他收益	352	300	290	260
<b>营业利润</b>	<b>1,932</b>	<b>2,291</b>	<b>2,637</b>	<b>3,038</b>
营业外收入	5	7	8	10
营业外支出	4	4	5	7
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,933</b>	<b>2,294</b>	<b>2,640</b>	<b>3,041</b>
所得税	129	275	317	365
<b>净利润</b>	<b>1,804</b>	<b>2,019</b>	<b>2,324</b>	<b>2,676</b>
少数股东损益	-1	8	10	15
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,806</b>	<b>2,011</b>	<b>2,314</b>	<b>2,661</b>
EPS(元)	1.80	2.01	2.31	2.65

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-5.09%	13.75%	13.11%	13.38%
营业利润增长率	-33.24%	18.60%	15.13%	15.19%
归母净利润增长率	-24.63%	11.35%	15.07%	15.03%
经营现金流增长率	-14.61%	19.31%	25.66%	14.26%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	50.14%	50.66%	51.26%	51.79%
净利率	23.85%	23.46%	23.87%	24.25%
ROE	14.40%	14.53%	15.08%	15.58%
ROA	11.54%	11.63%	12.00%	12.34%
ROIC	26.02%	36.40%	41.53%	48.82%
<b>估值倍数</b>				
P/E	19.11	17.17	14.92	12.97
P/S	4.56	4.01	3.55	3.13
P/B	2.75	2.49	2.25	2.02
股息率	1.16%	2.04%	2.35%	2.70%
EV/EBITDA	15	11	9	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。本公司的资产管理部门、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。

## 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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。