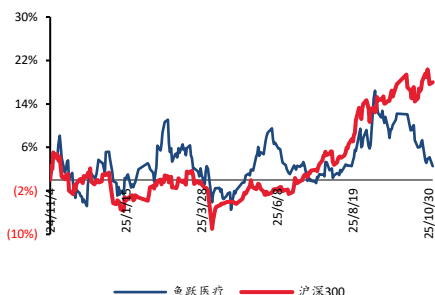


鱼跃医疗：海外高增长，费用投入助发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 10.02/9.4
 总市值/流通(亿元) 355.58/333.47
 12 个月内最高/最低价 41.93/32.43 (元)

相关研究报告

<<鱼跃医疗点评报告：第三季度营收同比增速回正，新一代 CGM 销售实现快速拓展>>—2024-11-06

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

研究助理：李啸岩

电话：17717408201

E-MAIL: lixiaoyan@tpyzq.com

一般证券业务登记编号：S1190124070016

事件：近日公司发布 2025 年第三季度报告：2025 年前三季度，公司实现营业收入 65.45 亿元，同比增长 8.58%；归母净利润 14.66 亿元，同比下降 4.28%，主要系公司加大了销售投入；扣非归母净利润 11.69 亿元，同比下降 8.21%。

其中，公司第三季度实现营业收入 18.86 亿元，同比增长 9.63%；归母净利润 2.63 亿元，同比下降 35.99%；扣非归母净利润 2.56 亿元，同比下降 17.50%。

海外高速增长，多国家逐步落地

前三季度，公司海外收入保持高速增长态势。在东南亚市场，泰国区域收入依然保持强劲增长，公司以泰国市场“从产品输出到生态共建”的本土化路径为模板，推广至印尼、越南等其他国家。此外，公司在欧洲市场实现快速增长，其中呼吸治疗产品作为先锋军，顺利突破多个重点国家，同时公司在欧洲成立了呼吸治疗领域的科学顾问委员会，旨在通过临床学术资源，加强公司品牌在当地的影响力，从而推动产品导入当地市场。公司在北美市场收入亦实现显著增长，公司持续加深与 Inogen 的战略合作，正积极推动后续产品注册进度。南美市场收入三季度恢复快速增长，公司与客户合作更为紧密。公司将进一步挖掘中东、非洲、独联体等区域市场机会。

费用投入力度加大，多角度持续推进

前三季度费用投入增加主要在三个方向，研发投入、国内外品牌建设、全球网络布局。在研发投入方面，围绕战略方向，公司积极布局数字化、可穿戴化产品，并加大研发团队的人才引进力度，为持续推出创新产品打下坚实的基础。同时，公司围绕血糖产品，构建以持续血糖监测为中心的全渠道品牌建设，有效提升 CGM 产品市场占有率，为公司带来新的业务增长点。此外，全球化是公司三大战略之一，公司坚定不移的推动全球销售网络建设和人才招聘，加速推动属地化，为构建全球化品牌而加大费用投入。

毛利率维稳，销售费用率上升

2025 年前三季度，公司的综合毛利率同比增加 0.22pct 至 50.35%。销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 18.83%、5.18%、6.79%、-2.14%，同比变动幅度分别为 +3.39pct、+0.03pct、+0.07pct、+0.04pct。

其中，2025 年第三季度的综合毛利率、销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率、整体净利率分别为 50.31%、22.28%、6.34%、7.93%、-1.88%、13.96%，分别变动 -0.01pct、+3.87pct、+0.38pct、+0.06pct、-0.13pct、-9.22pct。

盈利预测及投资评级：我们预计，2025-2027 年公司营业收入分别为 84.53/95.59/108.23 亿元，同比增速为 11.73%/13.08%/13.22%；归母净利润分别为 18.61/22.59/26.80 亿元，同比增速为 3.07%/21.39%/18.63%；EPS 分别为 1.86/2.25/2.67 元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 19/16/13 倍。维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险，产品推广不及预期的风险，产品研发不及预期的风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,566	8,453	9,559	10,823
营业收入增长率(%)	-5.09%	11.73%	13.08%	13.22%
归母净利（百万元）	1,806	1,861	2,259	2,680
净利润增长率(%)	-24.63%	3.07%	21.39%	18.63%
摊薄每股收益（元）	1.81	1.86	2.25	2.67
市盈率（PE）	20.16	19.11	15.74	13.27

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	7,215	6,619	8,307	9,877	11,698
应收和预付款项	490	784	708	742	797
存货	1,412	1,440	1,495	1,669	1,872
其他流动资产	268	416	371	413	457
流动资产合计	9,385	9,259	10,881	12,701	14,824
长期股权投资	226	65	55	45	35
投资性房地产	104	95	90	85	80
固定资产	1,974	1,956	1,835	1,713	1,588
在建工程	111	4	34	64	94
无形资产开发支出	511	492	482	475	465
长期待摊费用	73	102	122	142	162
其他非流动资产	12,969	12,930	14,573	16,388	18,506
资产总计	15,967	15,646	17,193	18,913	20,932
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	1,411	1,529	1,634	1,837	2,070
长期借款	684	0	0	0	0
其他负债	1,957	1,462	1,544	1,703	1,880
负债合计	4,052	2,992	3,177	3,539	3,950
股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002
资本公积	1,947	1,916	1,866	1,866	1,866
留存收益	8,917	9,520	10,959	12,315	13,923
归母公司股东权益	11,764	12,535	13,895	15,250	16,858
少数股东权益	152	119	121	123	123
股东权益合计	11,915	12,654	14,016	15,373	16,981
负债和股东权益	15,967	15,646	17,193	18,913	20,932

现金流量表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	2,127	1,816	2,237	2,519	2,937
投资性现金流	1,735	-25	-26	-41	-41
融资性现金流	-1,465	-2,399	-500	-907	-1,075
现金增加额	2,421	-592	1,689	1,570	1,821

利润表（百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,972	7,566	8,453	9,559	10,823
营业成本	3,877	3,772	4,201	4,723	5,322
营业税金及附加	81	74	85	96	108
销售费用	1,088	1,361	1,593	1,702	1,840
管理费用	411	428	435	492	557
财务费用	-157	-236	-197	-248	-295
资产减值损失	-93	-47	-24	-17	-15
投资收益	143	23	42	48	54
公允价值变动	-4	0	0	0	0
营业利润	2,893	1,932	2,140	2,598	3,081
其他非经营损益	-45	1	1	1	0
利润总额	2,849	1,933	2,141	2,599	3,081
所得税	472	129	278	338	400
净利润	2,376	1,804	1,863	2,261	2,680
少数股东损益	-19	-1	2	2	0
归母股东净利润	2,396	1,806	1,861	2,259	2,680

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	51.36%	50.14%	50.30%	50.59%	50.83%
销售净利率	30.05%	23.87%	22.02%	23.63%	24.76%
销售收入增长率	12.25%	-5.09%	11.73%	13.08%	13.22%
EBIT 增长率	37.67%	-19.36%	15.05%	20.94%	18.46%
净利润增长率	50.21%	-24.63%	3.07%	21.39%	18.63%
ROE	20.37%	14.40%	13.39%	14.81%	15.90%
ROA	15.00%	11.54%	10.82%	11.94%	12.80%
ROIC	13.29%	12.42%	12.04%	13.28%	14.24%
EPS(X)	2.41	1.81	1.86	2.25	2.67
PE(X)	14.35	20.16	19.11	15.74	13.27
PB(X)	2.95	2.92	2.56	2.33	2.11
PS(X)	4.35	4.83	4.21	3.72	3.29
EV/EBITDA(X)	12.17	15.17	12.74	10.10	8.01

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；
中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；
看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；
增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。