

2024年08月28日
鱼跃医疗(002223.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

医疗器械

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

40.24元

股价(2024-08-26)

32.61元

交易数据

总市值(百万元)

32,690.77

流通市值(百万元)

30,610.15

总股本(百万股)

1,002.48

流通股本(百万股)

938.67

12个月价格区间

31.69/41.8元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.8	-9.9	7.7
绝对收益	-13.3	-17.6	-2.7

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

李奔 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523110001

liben@essence.com.cn

相关报告

23年业绩亮眼, 24Q1 短暂承压, 期待基数消化后重回增长轨道	2024-04-30
鱼跃医疗 Q3 收入端暂时承压, 新品迭代与赛道拓展奠定长期成长基础	2023-11-01
鱼跃医疗 23H1 业绩实现高速增长, 综合器械龙头的平台型优势逐步显现	2023-09-03

24Q2 增速在高基数下短期波动, 出海步伐加快打开长期空间

■ 事件: 公司发布 2024 年中报。

根据公司公告, 2024 上半年公司实现营业收入 43.08 亿元, 同比下降 13.50%, 归母净利润 11.2 亿元, 同比下降 25.02%, 扣非归母净利润 9.64 亿元, 同比下降 23.19%。24Q2 单季度, 公司实现营业收入 20.76 亿元, 同比下降 8.82%; 归母净利润 4.6 亿元, 同比下降 40.96%; 扣非归母净利润 4.13 亿元, 同比下降 25.11%; 毛利率 50.19%, 同比下降 0.28pct, 基本持平; 净利率 22.24%, 同比下降 11.76pct, 主要系公司 24Q2 销售费用率同比提升 2.61pct 至 16.39%, 原因是 2023 年上半年在社会公共需求波动较大的背景下公司根据市场情况对部分板块产品在线上、线下营销工作方面的费用投入进行了适当调减。

■ 各业务条线中新产业板块增长亮眼, 产品端与客户端持续突破。

(1) 呼吸治疗解决方案: 上半年实现收入 16.42 亿元, 同比降低 28.88%, 下降原因主要系上年同期高基数。其中, 制氧机产品营收较上年同期虽有一定下滑, 但相较 2022 年同期实现双位数的复合增长率; 雾化产品销售业绩继续保持了良好增速, 较上年同期实现了双位数的增幅; 家用呼吸机产品亦在优秀的产品品质及品牌力的加持下, 业务规模获得了较好增长。

(2) 糖尿病护理解决方案: 上半年实现收入 5.62 亿元, 同比增长 54.94%。公司 BGM 相关产品市场占有率持续攀升, 客群规模进一步扩大, CGM 产品的研发工作稳步推进, 新品销售实现快速拓展。糖尿病护理板块产品的市场地位不断提高, 公司正全力推进该板块产品在院内外市场的深度渗透, 同时, 强化研发、制造、销售团队的人才体系建设, 为关键业务领域筑造更坚实的战略后盾。

(3) 感控解决方案: 上半年实现收入 3.1 亿元, 同比降低 26.79%, 业务规模相比过往需求波动年份有所缩减。现阶段公司积极探索感控新赛道, 一方面将继续加强院内的产品推广和科室拓展, 另一方面深耕民用产品开发和推广, 不断提升品牌力建设、团队执行力与资源使用效率。

(4) 家用电子检测及体外诊断: 上半年实现收入 9.35 亿元, 同比降低 12.49%, 主要系基数较高。电子血压计作为公司基石业务主要产品之一, 营收规模仍呈现稳步增长趋势, 保持着领先的市场地位。在海外市场, 公司凭借新产品的推出, 使得电子血压计业务得到有序拓展。

(5) 急救: 上半年实现收入 1.08 亿元, 同比增长 34.66%。公司自主研发的 AED 产品 M600 获证后, 凭借卓越的产品性能与优质的服务方案, 业务规模得到加速拓展。随着 AED 国产化进程不断推进, 公司

生产成本得到优化，毛利率水平稳步提升。未来公司将继续通过数智赋能，强化产品核心技术，持续加强竞争力。

(6) 康复及临床器械：上半年实现收入 7.3 亿元，同比增长 3.06%，中医类产品实现较快增长。得益于国家对中医药发展的鼓励与支持 and 公众对中医药的认可程度进一步提升，“华佗”品牌在市场地位日益稳固的同时，新产品的开发及新客户群的拓展工作亦呈现良好态势，未来预计将进一步推出更多类型中医创新产品，为公司经营业绩的长期稳健发展奠定坚实的基础。

22Q4 及 23Q1 业绩高增长，
创新品种接续抗疫产品驱动
公司长期发展

鱼跃医疗 CGM 新产品蓄势
待发，创新家用器械龙头平
台型优势日益凸显

目 公司出海步伐加快，海外业务保持高增速。

根据公司公告，2024 年上半年，公司实现外销收入 4.79 亿元，同比增长 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。通过强化海外属地化团队建设，公司外销渠道持续拓宽，海外团队近年历经国际性医疗卫生事件考验营销能力持续提升。

目 投资建议：

买入-A 投资评级，6 个月目标价 40.24 元。我们预计公司 2024 年-2026 年的收入增速分别为 5.8%、18.0%、15.5%，净利润的增速分别为-15.8%、18.5%、16.0%；维持给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 40.24 元，相当于 2024 年 20 倍的动态市盈率。

目 风险提示：海外业务放量的不确定性；医疗行业政策端不确定性；公司新产品拓展的不确定性。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	7,101.7	7,971.7	8,435.9	9,956.9	11,499.4
净利润	1,595.0	2,395.9	2,016.8	2,390.5	2,773.1
每股收益(元)	1.59	2.39	2.01	2.38	2.77
每股净资产(元)	9.84	11.73	13.24	14.82	16.68

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	20.5	13.6	16.2	13.7	11.8
市净率(倍)	3.3	2.8	2.5	2.2	2.0
净利润率	22.5%	30.1%	23.9%	24.0%	24.1%
净资产收益率	16.2%	20.4%	15.2%	16.1%	16.6%
股息收益率	1.8%	2.5%	1.9%	2.5%	2.8%
ROIC	36.9%	64.4%	60.0%	63.6%	71.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,101.7	7,971.7	8,435.9	9,956.9	11,499.4	成长性					
减:营业成本	3,683.6	3,866.9	4,120.3	4,825.4	5,539.0	营业收入增长率	3.0%	12.3%	5.8%	18.0%	15.5%
营业税费	70.3	81.3	83.5	99.5	115.3	营业利润增长率	9.1%	57.1%	-18.2%	18.5%	16.3%
销售费用	1,031.5	1,098.3	1,265.4	1,493.5	1,724.9	净利润增长率	7.6%	50.2%	-15.8%	18.5%	16.0%
管理费用	420.3	411.0	438.7	497.8	575.0	EBITDA 增长率	0.2%	33.5%	-3.0%	24.1%	15.1%
研发费用	496.4	504.4	548.3	597.4	690.0	EBIT 增长率	-0.4%	37.1%	-2.7%	22.2%	15.3%
财务费用	-96.3	-157.5	-84.4	13.9	16.1	NOPLAT 增长率	1.7%	53.2%	-15.0%	23.5%	16.3%
资产减值损失	-104.1	-93.0	-72.6	-89.9	-85.1	投资资本增长率	-12.2%	-8.9%	16.4%	3.8%	30.6%
加:公允价值变动收益	2.2	-4.1	-	-	-	净资产增长率	19.4%	18.4%	12.5%	11.6%	12.3%
投资和汇兑收益	129.1	143.2	129.4	133.9	135.5						
营业利润	1,841.8	2,893.5	2,366.1	2,803.1	3,259.7	利润率					
加:营业外净收支	0.6	-44.7	-10.1	-18.0	-24.3	毛利率	48.1%	51.5%	51.2%	51.5%	51.8%
利润总额	1,842.4	2,848.8	2,356.0	2,785.0	3,235.5	营业利润率	25.9%	36.3%	28.0%	28.2%	28.3%
减:所得税	269.7	472.4	353.4	417.8	485.3	净利润率	22.5%	30.1%	23.9%	24.0%	24.1%
净利润	1,595.0	2,395.9	2,016.8	2,390.5	2,773.1	EBITDA/营业收入	25.8%	30.7%	28.1%	29.6%	29.5%
						EBIT/营业收入	23.0%	28.1%	25.9%	26.8%	26.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	103	92	79	68	64
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	7	-7	11	10	11
货币资金	4,838.3	7,215.4	8,407.7	9,611.3	10,019.7	流动资产周转天数	424	435	445	433	412
交易性金融资产	2,514.4	-	-	-	-	应收帐款周转天数	31	26	35	31	30
应收帐款	672.5	471.7	1,168.6	525.0	1,422.5	存货周转天数	70	66	63	65	64
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	687	701	692	639	618
预付帐款	82.2	41.7	87.5	68.8	108.0	投资资本周转天数	192	153	149	139	141
存货	1,509.0	1,412.3	1,520.3	2,051.2	2,024.4						
其他流动资产	256.9	244.0	277.2	259.4	260.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	20.4%	15.2%	16.1%	16.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.4%	14.9%	12.2%	12.5%	13.3%
长期股权投资	242.5	225.9	175.9	375.9	420.3	ROIC	36.9%	64.4%	60.0%	63.6%	71.3%
投资性房地产	109.6	103.9	53.9	153.9	253.9	费用率					
固定资产	2,098.7	1,974.0	1,708.7	2,027.3	2,079.4	销售费用率	14.5%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%
在建工程	24.0	110.7	99.6	449.6	584.7	管理费用率	5.9%	5.2%	5.2%	5.0%	5.0%
无形资产	519.9	510.9	294.5	646.5	658.8	研发费用率	7.0%	6.3%	6.5%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	2,227.3	3,656.9	2,670.4	2,697.3	2,782.0	财务费用率	-1.4%	-2.0%	-1.0%	0.1%	0.1%
资产总额	15,095.2	15,967.5	16,464.4	18,866.1	20,614.0	四费/营业收入	26.1%	23.3%	25.7%	26.1%	26.1%
短期债务	55.4	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	1,442.8	1,369.7	1,455.0	1,967.8	1,950.6	资产负债率	33.3%	25.4%	18.6%	20.7%	18.4%
应付票据	190.0	274.9	118.0	250.5	218.2	负债权益比	50.0%	34.0%	22.8%	26.0%	22.6%
其他流动负债	1,498.0	1,228.9	1,113.6	1,280.1	1,207.5	流动比率	3.10	3.27	4.27	3.58	4.10
长期借款	1,509.3	683.9	-	-	-	速动比率	2.63	2.77	3.70	2.99	3.50
其他非流动负债	333.3	494.6	369.1	399.0	420.9	利息保障倍数	-16.99	-14.24	-25.86	191.32	191.06
负债总额	5,028.8	4,052.0	3,055.7	3,897.4	3,797.3	分红指标					
少数股东权益	206.4	151.9	137.7	114.5	91.5	DPS(元)	0.60	0.80	0.61	0.81	0.90
股本	1,002.5	1,002.5	1,002.5	1,002.5	1,002.5	分红比率	37.5%	33.5%	30.4%	33.8%	32.5%
留存收益	9,108.6	10,864.0	12,268.4	13,851.8	15,722.8	股息收益率	1.8%	2.5%	1.9%	2.5%	2.8%
股东权益	10,066.4	11,915.5	13,408.6	14,968.7	16,816.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	1,572.7	2,376.5	2,016.8	2,390.5	2,773.1
						加:折旧和摊销	237.4	237.7	192.8	279.4	314.2
						资产减值准备	116.7	83.5	-	-	-
						公允价值变动损失	-2.2	4.1	-	-	-
						财务费用	-41.6	54.9	-84.4	13.9	16.1
						投资收益	-129.1	-143.2	-129.4	-133.9	-135.5
						少数股东损益	-22.3	-19.4	-14.2	-23.2	-23.0
						营运资金的变动	1,165.7	-1,654.3	12.5	651.8	-1,122.8
						经营活动产生现金流量	2,304.9	2,127.0	1,994.1	3,178.5	1,822.2
						投资活动产生现金流量	-417.9	1,735.3	479.7	-1,266.3	-478.2
						融资活动产生现金流量	354.9	-1,465.2	-1,281.5	-708.7	-935.7
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.59	2.39	2.01	2.38	2.77
						BVPS(元)	9.84	11.73	13.24	14.82	16.68
						PE(X)	20.5	13.6	16.2	13.7	11.8
						PB(X)	3.3	2.8	2.5	2.2	2.0
						P/FCF	12.2	17.8	52.0	13.8	20.9
						P/S	4.6	4.1	3.9	3.3	2.8
						EV/EBITDA	14.0	10.7	9.8	7.4	6.2
						CAGR(%)	14.6%	5.0%	10.5%	14.6%	5.0%
						PEG	1.4	2.7	1.5	0.9	2.4
						ROIC/WACC	3.5	6.2	5.8	6.1	6.8
						REP	2.0	1.3	1.1	0.9	0.6

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034