



买入（维持）

所属行业：医药生物/医疗器械
当前价格(元)：32.65

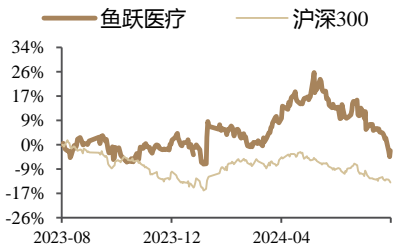
证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.19	-13.16	-16.17
相对涨幅(%)	-9.59	-8.10	-7.23

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《——鱼跃医疗 2023 年三季度点评-鱼跃医疗(002223.SZ): 盈利能力持续优化, CGM 新品上市带动糖尿病护理高速增长》, 2023.11.10
- 《——鱼跃医疗 23 年半年报点评-鱼跃医疗(002223.SZ): Q2 符合理想预期, 持续迎来新成长阶段》, 2023.9.5

鱼跃医疗 24 中报点评：高基数下业绩承压，海外提速

投资要点

事件：1. 24H1，公司实现营业收入 43.08 亿元 (-13.5%，同比，下同)，实现归母净利润 11.2 亿元 (-25.02%)，实现扣非归母净利润 9.64 亿元 (-23.19%)；
2. 24Q2 营业收入 20.8 亿元 (-8.82%)，归母净利润 4.61 亿元 (-40.96%)，扣非归母净利润 4.13 亿元 (-25.11%)。

呼吸制氧板块前期高基数背景下业绩承压，血糖、AED 表现亮眼。24H1 与上年同期高基数相比较，公司呼吸治疗解决方案板块业务规模有所下降，实现收入 16.42 亿元 (-28.88%)，其中制氧机虽然相比 23 年同期有所下滑，但相较 22 年仍实现双位数复合增长；雾化器实现双位数增长，呼吸机同样实现较好增长。血糖板块在产品创新与渠道拓展的双轮驱动下，实现收入 5.62 亿元 (+54.94%)，其中，BGM 市场占有率持续攀升，客群规模进一步扩大，CGM 新品销售实现快速拓展。急救板块自主研发 AED 产品获批后，业务加速拓展，急救板块整体实现收入 1.08 亿元 (+34.66%)。其余各板块：家用医疗器械实现收入 9.35 亿元 (-12.49%)、康复器械实现收入 7.30 亿元 (+3.06%)、感控板块实现收入 3.11 亿元 (-26.79%)。

海外业务提速：24H1，公司实现外销收入 4.79 亿元 (+30.19%)。其中，电子血压计海外不断突破，普美康 AED 产品海外持续发展，呼吸机、制氧机等在多个海外重点区域开拓了开辟了相应销售渠道。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，未来有望持续贡献业务增量。

新品推广促使消费费用率提高，毛利率等回归正常：24H1，公司费用率略微承压，销售费用达 6.14 亿元 (+0.24%)，销售费用率 14.25% (+1.95pct)。一方面 23 年是社会公共需求波动比较大的一年，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。今年以来，公司对这些板块相关产品投入已回到了正常的节奏。另一方面，24H1 公司推出了较多新品，并为其顺利上市、打开市场进行了相应的投入。此外，公司 24H1 整体毛利率为 50.06%，相比 23 年同期下降 1.62pct，但相比 22 年仍增加 1.93pct。

盈利预测与投资评级：考虑到公司 24H1 业绩承压，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 20.74/23.95/29.23 亿元，当前市值对应 PE 为 16/14/11 倍，同时我们看好公司作为家用医疗器械龙头企业的长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，海外渠道拓展不及预期，库存消化不及预期等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,002.48		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	938.67	营业收入(百万元)	7,102	7,972	8,162	9,549	11,268
52 周内股价区间(元):	31.05-41.80	(+/-)YOY(%)	3.0%	12.3%	2.4%	17.0%	18.0%
总市值(百万元):	32,730.87	净利润(百万元)	1,595	2,396	2,074	2,395	2,923
总资产(百万元):	15,616.63	(+/-)YOY(%)	7.6%	50.2%	-13.4%	15.5%	22.0%
每股净资产(元):	12.07	全面摊薄 EPS(元)	1.59	2.39	2.07	2.39	2.92
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	48.1%	51.5%	51.3%	51.7%	52.7%
		净资产收益率(%)	16.2%	20.4%	15.4%	15.1%	15.9%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.41	2.07	2.39	2.92
每股净资产	11.73	13.43	15.82	18.34
每股经营现金流	2.12	1.48	2.45	3.41
每股股利	0.80	0.40	0.40	0.40
价值评估(倍)				
P/E	14.35	15.78	13.66	11.20
P/B	2.95	2.43	2.06	1.78
P/S	4.11	4.01	3.43	2.90
EV/EBITDA	12.17	10.42	8.28	6.15
股息率%	2.3%	1.2%	1.2%	1.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	51.5%	51.3%	51.7%	52.7%
净利润率	29.8%	25.5%	25.2%	26.0%
净资产收益率	20.4%	15.4%	15.1%	15.9%
资产回报率	15.0%	12.2%	12.2%	13.0%
投资回报率	13.3%	13.3%	13.3%	14.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	12.3%	2.4%	17.0%	18.0%
EBIT 增长率	37.7%	9.0%	16.6%	20.8%
净利润增长率	50.2%	-13.4%	15.5%	22.0%
偿债能力指标				
资产负债率	25.4%	20.1%	18.5%	17.4%
流动比率	3.3	4.3	4.7	5.0
速动比率	2.7	3.7	4.0	4.3
现金比率	2.5	3.2	3.6	4.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	24.7	24.9	27.8	27.7
存货周转天数	136.0	128.5	119.9	119.6
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
固定资产周转率	3.9	4.0	4.5	5.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,396	2,074	2,395	2,923
少数股东损益	-19	6	12	11
非现金支出	346	230	237	248
非经营收益	-447	-111	-98	-96
营运资金变动	-148	-712	-90	335
经营活动现金流	2,127	1,488	2,457	3,421
资产	-101	-394	-368	-385
投资	1,747	-58	-54	-56
其他	89	142	110	100
投资活动现金流	1,735	-310	-313	-341
债权募资	-913	-404	-100	-100
股权募资	103	20	0	0
其他	-654	-432	-16	-414
融资活动现金流	-1,465	-816	-116	-514
现金净流量	2,421	368	2,028	2,566

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,972	8,162	9,549	11,268
营业成本	3,867	3,978	4,613	5,327
毛利率%	51.5%	51.3%	51.7%	52.7%
营业税金及附加	81	83	97	115
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	1,098	1,143	1,337	1,578
营业费用率%	13.8%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用	411	408	477	563
管理费用率%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	504	490	573	676
研发费用率%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
EBIT	2,096	2,285	2,664	3,218
财务费用	-157	-192	-201	-275
财务费用率%	-2.0%	-2.4%	-2.1%	-2.4%
资产减值损失	-93	-10	-10	-10
投资收益	143	120	110	100
营业利润	2,893	2,473	2,862	3,484
营业外收支	-45	4	4	9
利润总额	2,849	2,477	2,866	3,493
EBITDA	2,358	2,494	2,881	3,445
所得税	472	396	459	559
有效所得税率%	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	-19	6	12	11
归属母公司所有者净利润	2,396	2,074	2,395	2,923

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	7,215	7,584	9,612	12,177
应收账款及应收票据	448	680	796	939
存货	1,412	1,426	1,646	1,894
其它流动资产	309	520	576	196
流动资产合计	9,385	10,210	12,629	15,206
长期股权投资	226	245	265	284
固定资产	1,974	2,086	2,193	2,289
在建工程	111	121	124	128
无形资产	511	514	516	527
非流动资产合计	6,582	6,829	7,038	7,260
资产总计	15,967	17,039	19,667	22,466
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,411	1,392	1,615	1,864
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,463	961	1,059	1,175
流动负债合计	2,873	2,353	2,674	3,039
长期借款	684	584	484	384
其它长期负债	495	480	480	480
非流动负债合计	1,178	1,064	964	864
负债总计	4,052	3,417	3,638	3,903
实收资本	1,002	1,002	1,002	1,002
普通股股东权益	11,764	13,464	15,859	18,382
少数股东权益	152	158	170	181
负债和所有者权益合计	15,967	17,039	19,667	22,466

信息披露

分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济学专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。