

鱼跃医疗 (002223.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

三季度收入回归正增长，营销投入显著提升

业绩简述

2024年10月25日，公司发布2024年三季度报告：2024年前三季度公司实现收入60.28亿元，同比-10%；归母净利润15.32亿元，同比-30%；实现扣非归母净利润12.74亿元，同比-24%；2024Q3公司实现收入17.20亿元，同比+2%；归母净利润4.11亿元，同比-41%；实现扣非归母净利润3.10亿元，同比-25%。

经营分析

单季度收入端回归正增长，营销投入显著提升。公司上半年在高基数背景下增速承压，三季度收入端重新回归正增长，预计呼吸治疗、血糖管理及家用医疗器械等业务已回到正常经营状态。Q3公司投入销售费用3.17亿元，同比+30.5%，销售费用率达到了18.4%，同比+4.0pct，预计公司针对各销售渠道的品牌及新产品推广增加，未来公司在核心业务市场份额有望进一步提升。

持续打造专业营销体系，线上平台优势突出。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，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。同时通过强化海外属地化团队建设，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。

糖尿病护理板块加速，CGM产品研发工作稳步推进。公司糖尿病护理解决方案业务逐步取得突破，BGM相关产品市场占有率持续攀升，客群规模进一步扩大。CGM产品在国内上市后销售实现快速拓展，同时新一代产品研发工作也在稳步推进中。在产品创新和渠道拓展的双轮驱动下，糖尿病护理板块有望逐步成为业绩增长核心。

盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年归母净利润分别为20.04、23.16、27.23亿元，同比-16%、+16%、+18%，现价对应PE为17、15、13倍，维持“买入”评级。

风险提示

新产品研发不达预期风险；产品推广不达预期风险；收购整合不及预期风险；海外市场拓展不及预期风险；商誉风险。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

分析师：何冠洲 (执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.90元

相关报告：

- 《鱼跃医疗公司点评：呼吸制氧回归常态发展，血糖及急救板块增长亮眼...》，2024.8.25
- 《鱼跃医疗公司点评：全年业绩快速增长，盈利水平显著提升》，2024.1.28
- 《鱼跃医疗公司点评：三季度收入平稳增长，产品竞争力持续提升》，2023.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,102	7,972	8,281	9,586	11,143
营业收入增长率	3.01%	12.25%	3.88%	15.75%	16.24%
归母净利润(百万元)	1,595	2,396	2,004	2,316	2,723
归母净利润增长率	7.60%	50.21%	-16.34%	15.55%	17.55%
摊薄每股收益(元)	1.591	2.390	1.999	2.310	2.716
每股经营性现金流净额	2.30	2.12	1.60	2.38	2.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.18%	20.37%	15.47%	16.11%	16.92%
P/E	20.02	14.47	17.45	15.11	12.85
P/B	3.24	2.95	2.70	2.43	2.17

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	6,894	7,102	7,972	8,281	9,586	11,143	货币资金	2,394	4,838	7,215	7,678	9,052	10,750	
增长率	3.0%	12.3%	3.9%	15.8%	16.2%		应收款项	819	724	550	977	1,122	1,294	
主营业务成本	-3,565	-3,684	-3,867	-4,021	-4,615	-5,318	存货	1,266	1,509	1,412	1,418	1,611	1,837	
%销售收入	51.7%	51.9%	48.5%	48.6%	48.1%	47.7%	其他流动资产	2,387	2,802	208	139	149	160	
毛利	3,329	3,418	4,105	4,261	4,971	5,824	流动资产	6,864	9,873	9,385	10,213	11,934	14,041	
%销售收入	48.3%	48.1%	51.5%	51.5%	51.9%	52.3%	%总资产	57.2%	65.4%	58.8%	60.8%	64.5%	68.2%	
营业税金及附加	-66	-70	-81	-83	-96	-111	长期投资	1,121	1,131	2,587	2,603	2,620	2,637	
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	1,972	2,123	2,085	2,030	1,965	1,889	
销售费用	-945	-1,031	-1,098	-1,242	-1,438	-1,671	%总资产	16.4%	14.1%	13.1%	12.1%	10.6%	9.2%	
%销售收入	13.7%	14.5%	13.8%	15.0%	15.0%	15.0%	无形资产	1,812	1,678	1,690	1,730	1,771	1,812	
管理费用	-389	-420	-411	-431	-479	-535	非流动资产	5,133	5,222	6,582	6,581	6,571	6,551	
%销售收入	5.6%	5.9%	5.2%	5.2%	5.0%	4.8%	%总资产	42.8%	34.6%	41.2%	39.2%	35.5%	31.8%	
研发费用	-426	-496	-504	-538	-623	-724	资产总计	11,998	15,095	15,967	16,794	18,504	20,592	
%销售收入	6.2%	7.0%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%	短期借款	41	574	526	526	526	526	
息税前利润 (EBIT)	1,504	1,400	2,010	1,967	2,335	2,782	应付款项	1,192	1,633	1,645	1,431	1,643	1,893	
%销售收入	21.8%	19.7%	25.2%	23.8%	24.4%	25.0%	其他流动负债	597	979	702	803	905	1,030	
财务费用	9	96	157	105	125	157	流动负债	1,830	3,186	2,873	2,760	3,074	3,450	
%销售收入	-0.1%	-1.4%	-2.0%	-1.3%	-1.3%	-1.4%	长期贷款	1,459	1,509	684	684	684	684	
资产减值损失	-48	-117	-83	-22	-29	-38	其他长期负债	280	333	495	259	254	250	
公允价值变动收益	2	2	-4	0	0	0	负债	3,568	5,029	4,052	3,703	4,012	4,383	
投资收益	116	129	143	150	150	150	普通股股东权益	8,272	9,860	11,764	12,959	14,373	16,093	
%税前利润	6.8%	7.0%	5.0%	6.4%	5.5%	4.7%	其中：股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	
营业利润	1,688	1,842	2,893	2,330	2,706	3,193	未分配利润	5,318	6,614	8,412	9,615	11,028	12,748	
营业利润率	24.5%	25.9%	36.3%	28.1%	28.2%	28.7%	少数股东权益	158	206	152	132	120	116	
营业外收支	14	1	-45	5	5	5	负债股东权益合计	11,998	15,095	15,967	16,794	18,504	20,592	
税前利润	1,702	1,842	2,849	2,335	2,711	3,198	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	24.7%	25.9%	35.7%	28.2%	28.3%	28.7%	每股指标							
所得税	-218	-270	-472	-350	-407	-480	每股收益	1.479	1.591	2.390	1.999	2.310	2.716	
所得税率	12.8%	14.6%	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	8.252	9.836	11.734	12.927	14.337	16.053	
净利润	1,484	1,573	2,376	1,984	2,304	2,719	每股经营现金净流	1.198	2.299	2.122	1.603	2.381	2.808	
少数股东损益	2	-22	-19	-20	-12	-4	每股股利	0.300	0.600	0.800	0.800	0.900	1.000	
归属于母公司的净利润	1,482	1,595	2,396	2,004	2,316	2,723	回报率							
净利率	21.5%	22.5%	30.1%	24.2%	24.2%	24.4%	净资产收益率	17.92%	16.18%	20.37%	15.47%	16.11%	16.92%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.36%	10.57%	15.00%	11.93%	12.52%	13.22%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	13.13%	9.80%	12.56%	11.51%	12.46%	13.41%	
净利润	1,484	1,573	2,376	1,984	2,304	2,719	增长率							
少数股东损益	2	-22	-19	-20	-12	-4	主营业务收入增长率	2.51%	3.01%	12.25%	3.88%	15.75%	16.24%	
非现金支出	291	377	346	239	261	285	EBIT增长率	-23.52%	-6.92%	43.61%	-2.14%	18.72%	19.15%	
非经营收益	-109	-385	-447	-116	-116	-117	净利润增长率	-15.73%	7.60%	50.21%	-16.34%	15.55%	17.55%	
营运资金变动	-465	740	-148	-500	-62	-72	总资产增长率	19.20%	25.82%	5.78%	5.18%	10.18%	11.28%	
经营活动现金净流	1,201	2,305	2,127	1,607	2,387	2,815	资产管理能力							
资本开支	-284	-178	-101	-185	-190	-195	应收账款周转天数	28.1	29.9	25.1	35.0	35.0	35.0	
投资	-2,125	-349	1,747	-16	-17	-17	存货周转天数	114.4	137.5	137.9	130.0	130.0	130.0	
其他	580	109	89	150	150	150	应付账款周转天数	97.4	110.6	113.0	113.0	113.0	113.0	
投资活动现金净流	-1,829	-418	1,735	-51	-57	-62	固定资产周转天数	103.3	107.9	90.4	84.4	70.2	57.8	
股权募资	149	291	103	0	0	0	偿债能力							
债权募资	838	506	-913	-227	0	0	净负债/股东权益	-37.66%	-52.35%	-50.40%	-49.41%	-54.11%	-58.86%	
其他	-212	-442	-654	-858	-951	-1,051	EBIT利息保障倍数	-174.1	-14.5	-12.8	-18.7	-18.8	-17.8	
筹资活动现金净流	775	355	-1,465	-1,085	-951	-1,051	资产负债率	29.74%	33.31%	25.38%	22.05%	21.68%	21.29%	
现金净流量	119	2,378	2,421	471	1,379	1,702								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	16	20	41
增持	0	3	8	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.33	1.33	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-16	买入	31.67	N/A
2	2023-04-28	买入	30.80	N/A
3	2023-07-16	买入	35.50	N/A
4	2023-08-29	买入	33.52	N/A
5	2023-09-13	买入	33.97	N/A
6	2023-10-25	买入	33.77	N/A
7	2024-01-28	买入	33.89	N/A
8	2024-08-25	买入	34.09	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806