

鱼跃医疗（002223）

拟认购 Inogen9.9%普通股，加码出海布局 买入（维持）

2025 年 01 月 27 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	7102	7972	7974	9228	10507
同比（%）	3.01	12.25	0.03	15.72	13.86
归母净利润（百万元）	1595	2396	2013	2305	2609
同比（%）	7.60	50.21	(15.97)	14.50	13.18
EPS-最新摊薄（元/股）	1.59	2.39	2.01	2.30	2.60
P/E（现价&最新摊薄）	22.00	14.65	17.43	15.22	13.45

投资要点

- **事件：**2025 年 1 月 26 日，公司发布公告，全资子公司鱼跃香港与 Inogen 共同签署了《证券购买协议》，鱼跃香港拟按照 10.36 美元/股的价格，以自有资金 2720.98 万美元认购 Inogen 定向增发的 262.64 万股普通股，约占本次投资完成后 Inogen 已发行普通股的 9.9%。同日，鱼跃医疗与 Inogen 共同签署了《战略合作协议》，基于双方在各自细分行业及细分市场的品牌力和产品力，约定在国际分销业务、商标许可及分销业务、联合研发、供应链优化四个方面，以业务协同为基础，开展深度战略合作。
- **Inogen 在呼吸领域有专业产品和丰富欧美市场渠道。**Inogen（纳斯达克股票代码：INGN）是一家提供创新呼吸产品的医疗技术公司，在呼吸领域拥有优秀的国际品牌声誉、前沿技术及专业人才、广泛的欧美市场销售渠道和市场份额。为进一步推进全球化战略布局，加速业务切入、版图扩张和产品创新，公司与 Inogen 将共同构建长期战略合作关系。
- **双方将开展销售与产品研发相关合作：**（1）国际分销业务：双方在美国和欧洲部分区域，针对公司的台式制氧机、便携式制氧机、无创呼吸机及面罩产品开展分销合作。后续经协商一致可扩展至更多产品类型及合作区域。（2）亚洲商标许可及分销业务：双方就 Inogen 商标的使用和带有 Inogen 标志的现有产品（包括但不限于便携式和台式制氧机及相关配件耗材）在中国及部分东南亚国家开展分销合作。后续经协商一致可扩展至更多产品、旗下品牌及合作区域。（3）联合研发业务：每一方应成立专门的研发团队，充分发挥各自优势，开发新产品（预计初始产品包括面向全球市场的创新呼吸类产品），具体事项由双方讨论后决定。（4）供应链优化：双方可发挥各自优势，在制造、采购、分销网络等方面进行资源共享，以实现降本增效、加强供应链安全和提升供应链韧性等目标。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到此次战略合作对公司短期业绩影响较小，我们维持预计 2024-2026 年归母净利润为 20.13/23.05/26.09 亿元，当前市值对应 PE=17/15/13x，考虑到公司出海前景广阔，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际化战略布局进程不及预期；市场竞争激烈；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.01
一年最低/最高价	30.05/42.08
市净率(倍)	2.80
流通 A 股市值(百万元)	32,862.96
总市值(百万元)	35,096.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.50
资产负债率(%LF)	18.26
总股本(百万股)	1,002.48
流通 A 股(百万股)	938.67

相关研究

《鱼跃医疗(002223)：2024 三季报点评：单季度收入转正，长期看好老龄化赛道优质标的》

2024-10-29

《鱼跃医疗(002223)：2024 年半年报业绩点评：上半年受疫情基数扰动，收入符合预期》

2024-08-26

鱼跃医疗三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,385	11,399	13,946	16,833	营业总收入	7,972	7,974	9,228	10,507
货币资金及交易性金融资产	7,215	8,687	10,965	13,473	营业成本(含金融类)	3,867	3,894	4,463	5,032
经营性应收款项	568	992	1,147	1,305	税金及附加	81	80	92	105
存货	1,412	1,514	1,612	1,817	销售费用	1,098	1,156	1,384	1,681
合同资产	7	4	5	5	管理费用	411	478	471	525
其他流动资产	182	202	217	232	研发费用	504	478	554	630
非流动资产	6,582	6,617	6,632	6,670	财务费用	(157)	(216)	(255)	(317)
长期股权投资	226	226	226	226	加:其他收益	115	195	89	101
固定资产及使用权资产	2,028	1,893	1,758	1,624	投资净收益	143	41	71	82
在建工程	111	110	109	109	公允价值变动	(4)	0	0	0
无形资产	511	506	501	524	减值损失	(83)	1	0	0
商誉	1,107	1,147	1,187	1,227	资产处置收益	555	0	0	0
长期待摊费用	73	103	133	163	营业利润	2,893	2,340	2,680	3,033
其他非流动资产	2,527	2,633	2,718	2,798	营业外净收支	(45)	1	1	1
资产总计	15,967	18,016	20,578	23,502	利润总额	2,849	2,341	2,681	3,034
流动负债	2,873	3,277	3,507	3,798	减:所得税	472	328	375	425
短期借款及一年内到期的非流动负债	526	250	150	15	净利润	2,376	2,013	2,305	2,609
经营性应付款项	1,411	1,731	1,922	2,167	减:少数股东损益	(19)	0	0	0
合同负债	183	239	277	315	归属母公司净利润	2,396	2,013	2,305	2,609
其他流动负债	754	1,057	1,159	1,301	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.39	2.01	2.30	2.60
非流动负债	1,178	1,151	1,156	1,161	EBIT	2,096	2,125	2,426	2,717
长期借款	684	684	684	684	EBITDA	2,358	2,338	2,640	2,931
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	51.49	51.17	51.64	52.11
租赁负债	29	34	39	44	归母净利率(%)	30.05	25.25	24.98	24.83
其他非流动负债	466	434	434	434	收入增长率(%)	12.25	0.03	15.72	13.86
负债合计	4,052	4,428	4,664	4,959	归母净利润增长率(%)	50.21	(15.97)	14.50	13.18
归属母公司股东权益	11,764	13,437	15,762	18,391					
少数股东权益	152	152	152	152					
所有者权益合计	11,915	13,589	15,914	18,543					
负债和股东权益	15,967	18,016	20,578	23,502					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,127	2,323	2,510	2,787	每股净资产(元)	11.73	13.40	15.72	18.35
投资活动现金流	1,735	(409)	(357)	(369)	最新发行在外股份(百万股)	1,002	1,002	1,002	1,002
筹资活动现金流	(1,465)	(662)	(95)	(130)	ROIC(%)	13.80	13.19	13.31	12.95
现金净增加额	2,421	1,272	2,078	2,308	ROE-摊薄(%)	20.37	14.98	14.63	14.19
折旧和摊销	263	213	214	214	资产负债率(%)	25.38	24.58	22.66	21.10
资本开支	(101)	(111)	(113)	(141)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.65	17.43	15.22	13.45
营运资本变动	(148)	137	63	46	P/B (现价)	2.98	2.61	2.23	1.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>