

鱼跃医疗 (002223.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

血糖业务表现亮眼，海外拓展加速

业绩简述

2025年4月25日，公司发布2024年年度报告，2024年全年公司实现收入75.66亿元，同比-5%；归母净利润18.06亿元，同比-25%；扣非归母净利润13.93亿元，同比-24%。

单季度来看，24Q4公司实现收入15.38亿元，同比+18%；实现归母净利润2.74亿元，同比+34%；实现扣非归母净利润1.19亿元，同比-28%。

公司同时发布2025年一季度报告，25Q1公司实现收入24.36亿元，同比+9%；实现归母净利润6.25亿元，同比-5%；实现扣非归母净利润5.13亿元，同比-7%。

经营分析

收入端受高基数影响回落，血糖管理及急救业务表现亮眼。2024年公司呼吸治疗解决方案板块实现收入25.97亿元，同比-22.42%，由于受到去年同期社会公共需求波动影响同比有所下降。其中制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪等相关产品因高基数影响同比下降，家用呼吸机、雾化器同比实现增长。血糖管理及POCT解决方案业务板块表现亮眼，实现收入10.30亿元，同比+40.2%，其中CGM实现翻倍以上增长。家用健康检测解决方案业务实现收入15.64亿元，同比-0.41%，其中电子血压计实现同比双位数增长，红外测温仪等部分产品由于高基数因素影响收入有所回落。临床器械及康复业务板块实现收入20.93亿元，同比+0.24%，其中针灸针、轮椅、手术器械产品增长趋势良好，感染控制产品由于高基数因素同比有所下降。急救业务实现收入2.39亿元，同比+34.05%，自主研发的AED产品获证并实现进一步技术升级。

加速海外市场拓展，与Inogen达成战略合作协议。2024年公司实现外销收入9.49亿元，同比+30.42%。2025年1月，公司公告拟通过全资子公司认购Inogen发行的股票并签署战略合作协议，双方将在国际分销、商标许可、联合研发及供应链优化等方面展开合作，Inogen在呼吸领域拥有优秀的国际品牌声誉、广泛的欧美市场销售渠道和市场份额，有望推动公司加速海外市场拓展。

盈利预测、估值与评级

预计公司2025-2027年归母净利润分别为20.25、23.32、26.90亿元，同比+12%、+15%、+15%，现价对应PE为16、14、12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

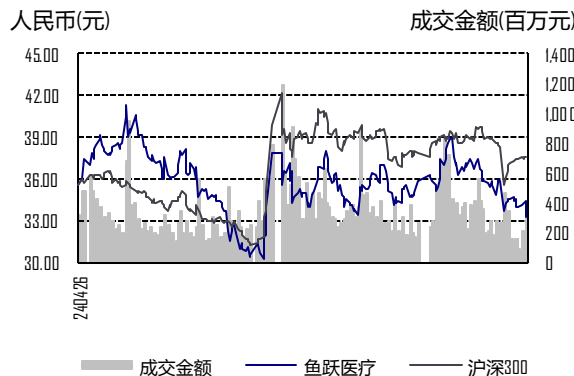
分析师：何冠洲 (执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：33.21元

相关报告：

- 《鱼跃医疗公司点评：三季度收入回归正增长，营销投入显著提升》，2024.10.26
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,972	7,566	8,652	9,912	11,383
营业收入增长率	12.25%	-5.09%	14.35%	14.56%	14.84%
归母净利润(百万元)	2,396	1,806	2,025	2,332	2,690
归母净利润增长率	50.21%	-24.63%	12.13%	15.17%	15.34%
摊薄每股收益(元)	2.390	1.801	2.020	2.326	2.683
每股经营性现金流净额	2.12	1.81	1.98	2.42	2.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.37%	14.40%	14.83%	15.57%	16.33%
P/E	14.47	20.26	16.44	14.28	12.38
P/B	2.95	2.92	2.44	2.22	2.02

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)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	7,102	7,972	7,566	8,652	9,912	11,383	货币资金	4,838	7,215	6,619	7,280	8,488	9,859	
增长率	12.3%	-5.1%	14.4%	14.6%	14.8%	14.8%	应收款项	724	550	852	779	885	1,008	
主营业务成本	-3,684	-3,867	-3,772	-4,200	-4,772	-5,433	存货	1,509	1,412	1,440	1,481	1,665	1,877	
%销售收入	51.9%	48.5%	49.9%	48.6%	48.1%	47.7%	其他流动资产	2,802	208	348	146	152	159	
毛利	3,418	4,105	3,794	4,451	5,140	5,950	流动资产	9,873	9,385	9,259	9,686	11,190	12,903	
%销售收入	48.1%	51.5%	50.1%	51.5%	51.9%	52.3%	%总资产	65.4%	58.8%	59.2%	59.9%	62.9%	65.8%	
营业税金及附加	-70	-81	-74	-87	-99	-114	长期投资	1,131	2,587	2,567	2,582	2,598	2,615	
%销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	2,123	2,085	1,961	2,013	2,067	2,123	
销售费用	-1,031	-1,098	-1,361	-1,428	-1,635	-1,878	%总资产	14.1%	13.1%	12.5%	12.4%	11.6%	10.8%	
%销售收入	14.5%	13.8%	18.0%	16.5%	16.5%	16.5%	无形资产	1,678	1,690	1,678	1,717	1,757	1,800	
管理费用	-420	-411	-428	-450	-496	-546	非流动资产	5,222	6,582	6,387	6,492	6,600	6,713	
%销售收入	5.9%	5.2%	5.7%	5.2%	5.0%	4.8%	%总资产	34.6%	41.2%	40.8%	40.1%	37.1%	34.2%	
研发费用	-496	-504	-547	-562	-644	-740	资产总计	15,095	15,967	15,646	16,178	17,790	19,616	
%销售收入	7.0%	6.3%	7.2%	6.5%	6.5%	6.5%	短期借款	574	526	23	23	23	23	
息税前利润 (EBIT)	1,400	2,010	1,383	1,925	2,266	2,672	应付款项	1,633	1,645	1,794	1,514	1,720	1,959	
%销售收入	19.7%	25.2%	18.3%	22.3%	22.9%	23.5%	其他流动负债	979	702	875	826	919	1,027	
财务费用	96	157	236	143	162	189	流动负债	3,186	2,873	2,693	2,364	2,662	3,008	
%销售收入	-1.4%	-2.0%	-3.1%	-1.6%	-1.6%	-1.7%	长期贷款	1,509	684	0	0	0	0	
资产减值损失	-117	-83	-68	-22	-28	-35	其他长期负债	333	495	299	67	63	60	
公允价值变动收益	2	-4	0	0	0	0	其他	5,029	4,052	2,992	2,430	2,725	3,068	
投资收益	129	143	23	150	150	150	普通股股东权益	9,860	11,764	12,535	13,649	14,979	16,465	
%税前利润	7.0%	5.0%	1.2%	6.4%	5.6%	4.8%	其中：股本	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	1,002	
营业利润	1,842	2,893	1,932	2,326	2,693	3,118	未分配利润	6,614	8,412	9,015	10,138	11,467	12,954	
营业利润率	25.9%	36.3%	25.5%	26.9%	27.2%	27.4%	少数股东权益	206	152	119	99	87	83	
营业外收支	1	-45	1	5	5	5	负债股东权益合计	15,095	15,967	15,646	16,178	17,790	19,616	
税前利润	1,842	2,849	1,933	2,331	2,698	3,123	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	25.9%	35.7%	25.5%	26.9%	27.2%	27.4%	每股指标							
所得税	-270	-472	-129	-326	-378	-437	每股收益	1.591	2.390	1.801	2.020	2.326	2.683	
所得税率	14.6%	16.6%	6.7%	14.0%	14.0%	14.0%	每股净资产	9.836	11.734	12.504	13.616	14.942	16.425	
净利润	1,573	2,376	1,804	2,005	2,320	2,686	每股经营现金净流	2.299	2.122	1.812	1.984	2.420	2.817	
少数股东损益	-22	-19	-1	-20	-12	-4	每股股利	0.300	0.600	0.800	0.900	1.000	1.200	
归属于母公司的净利润	1,595	2,396	1,806	2,025	2,332	2,690	回报率							
净利率	22.5%	30.1%	23.9%	23.4%	23.5%	23.6%	净资产收益率	16.18%	20.37%	14.40%	14.83%	15.57%	16.33%	
							总资产收益率	10.57%	15.00%	11.54%	12.51%	13.11%	13.71%	
							投入资本收益率	9.80%	12.56%	10.15%	11.99%	12.88%	13.83%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	3.01%	12.25%	-5.09%	14.35%	14.56%	14.84%	
							EBIT增长率	-6.92%	43.61%	-31.20%	39.21%	17.70%	17.91%	
							净利润增长率	7.60%	50.21%	-24.63%	12.13%	15.17%	15.34%	
							总资产增长率	25.82%	5.78%	-2.01%	3.40%	9.96%	10.26%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	29.9	25.1	28.1	28.1	28.1	28.1	
							存货周转天数	137.5	137.9	138.0	130.0	130.0	130.0	
							应付账款周转天数	110.6	113.0	114.2	114.2	114.2	114.2	
							固定资产周转天数	107.9	90.4	94.4	84.3	75.4	67.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-52.35%	-50.40%	-52.12%	-52.78%	-56.18%	-59.43%	
							EBIT利息保障倍数	-14.5	-12.8	-5.9	-13.5	-14.0	-14.1	
							资产负债率	33.31%	25.38%	19.12%	15.02%	15.32%	15.64%	

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	2	5	14	36
增持	0	3	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.60	1.50	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	2023-04-28	买入	30.80	N/A
2	2023-07-16	买入	35.50	N/A
3	2023-08-29	买入	33.52	N/A
4	2023-09-13	买入	33.97	N/A
5	2023-10-25	买入	33.77	N/A
6	2024-01-28	买入	33.89	N/A
7	2024-08-25	买入	34.09	N/A
8	2024-10-26	买入	34.90	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

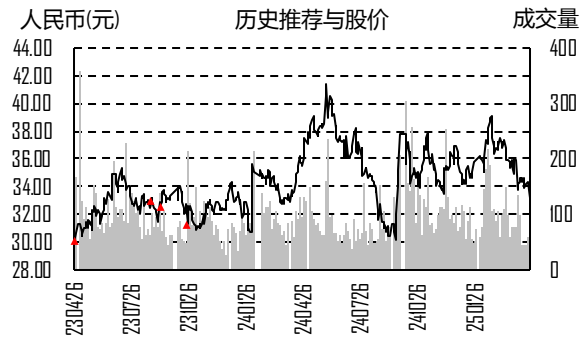
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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